

UNIVERSITÉ DE PARIS - FACULTÉ DE DROIT

ÉCONOMIE POLITIQUE

La Monnaie dirigée et la Crise

THÈSE POUR LE DOCTORAT EN DROIT

Présentée et soutenue le 2 Décembre 1933, à 2 heures

PAR

Dragoslav Voj. RADOSSAVLJEVITCH

JURY

<i>Président</i> :	M. AFTALION, Professeur
<i>Suffragants</i> {	MM. LESCURE, Professeur
	PIROU, Professeur

PARIS

LES ÉDITIONS INTERNATIONALES

4 bis, Rue des Ecoles

1933



Digitized by the Internet Archive
in 2026

THÈSE POUR LE DOCTORAT

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses ; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

UNIVERSITÉ DE PARIS - FACULTÉ DE DROIT

ÉCONOMIE POLITIQUE

La Monnaie dirigée et la Crise

THÈSE POUR LE DOCTORAT EN DROIT

Présentée et soutenue le 2 Décembre 1933, à 2 heures

PAR

Dragoslav Voj. RADOSSAVLJEVITCH

JURY

<i>Président :</i>	M. AFTALION, Professeur
<i>Suffragants</i> {	MM. LESCURE, Professeur
	PIROU, Professeur

PARIS
LES ÉDITIONS INTERNATIONALES
4 bis, Rue des Ecoles

—
1933



INTRODUCTION

L'étude de ce que fut la monnaie dirigée, depuis 1923 jusqu'à 1929, notamment de la façon dont cette méthode de politique monétaire s'est exercée jusqu'à l'éclatement de la crise de 1929, présente un double intérêt, d'abord en tant que s'appliquant à résoudre les difficultés de l'évolution économique aux Etats-Unis, qui, de par leur place dans l'économie mondiale représentent un facteur essentiel du progrès de l'humanité, tant sur le plan matériel que sur le plan spirituel, et ensuite comme tentative de résoudre le problème des crises périodiques.

En disant que nous allons nous limiter à l'étude de ce que fut la monnaie dirigée jusqu'en 1929 date à laquelle éclata la crise boursière et économique aux Etats-Unis, nous entendons mentionner la différence profonde qui existe entre la simple politique monétaire qu'ont continuée à poursuivre les Banques Fédérales de Réserve malgré l'éclatement de la crise jusqu'à la fin de 1932, et la politique gouvernementale, nationale, d'économie contrôlée, qu'entreprend l'administration du Président Roosevelt depuis son accession au pouvoir. En effet, des différences profondes séparent ces deux périodes. La politique de monnaie dirigée que pratiquèrent les Banques Fédérales de Réserve s'était efforcée d'ordonner l'évolution économique, uniquement par des me-

sures monétaires et au moyen de répercussions prévisibles sur l'évolution économique de celles-ci. Cette politique ayant subi un insuccès complet, et devant le spectacle des ravages que produit la crise aux Etats-Unis, la nouvelle administration présidentielle inaugure en ce moment une politique d'économie contrôlée. Celle-ci paraît s'orienter vers une réglementation stricte de la production de différentes branches industrielles, escomptant ainsi prévenir des surproductions futures des marchandises. D'autres mesures tendent à relever le pouvoir d'achat de la population, afin de remettre en marche l'appareil économique américain.

Cependant, au moment où nous écrivons ces lignes, cette nouvelle politique ne paraît pas avoir donné encore de résultats concrets, de même qu'elle ne semble pas avoir définitivement établi sa méthode. Nous regrettons que le cadre restreint de notre étude, de ce travail de fin d'étude, ne nous permette pas de poursuivre l'analyse de tous les événements qui contribuèrent à amener une aussi radicale transformation des méthodes, parce que, à notre avis, le but ne peut que rester le même. Ce changement de méthode pourrait aussi être la preuve décisive, pour ceux qui ne croiraient pas à l'échec de la politique de monnaie dirigée, de l'insuccès final de cette politique. Néanmoins, malgré sa faillite, celle-ci nous semble avoir constitué la tentative la plus sérieuse qui ait jamais été faite pour combattre la survenance des crises périodiques.

Tout le mérite qui revient à ceux qui ont pratiqué cette politique, nous apparaît surtout à nous tous qui, pour la première fois, sommes témoins d'une crise économique générale de l'ampleur de celle que nous traversons.

La monnaie dirigée paraît avant tout avoir visé à prolonger l'ère de prospérité, même au prix de certaines aggravations de la présente dépression, et il nous semble, pour notre part, que du moment où les crises périodiques paraissent être inévitables, tout ce qui a été tenté pour prolonger la prospérité doit être salué avec gratitude.

Les dangers que représentent les conséquences de la crise pour la civilisation, sont maintenant évidents, surtout à notre époque de matérialisme et de rabaissement des valeurs spirituelles. La défense de l'atmosphère de civilisation représente à nos yeux un but tellement grandiose, que tout ce qu'on tente pour la réaliser est méritoire.

Cependant, nous abordons cette étude de la monnaie dirigée et de la crise actuelle sans idée préconçue, et nous nous efforcerons d'observer et d'étudier les faits et les événements avec le maximum d'esprit critique. Dans notre étude de la monnaie dirigée, nous nous limiterons exclusivement à l'examen critique de la politique des Banques Fédérales de Réserve, non pas parce que nous croyons qu'elles furent la seule banque centrale qui pratiqua une semblable politique monétaire, mais parce que celle-ci nous semble s'être exercée aux Etats-Unis, vu l'existence d'un complexe de circonstances exceptionnellement favorables, avec le plus d'indépendance vis-à-vis de certaines contingences que durent cependant prendre en considération diverses banques centrales européennes.

Ainsi, les Banques Fédérales de Réserve furent assez tôt et pendant de nombreuses années, libérées des préoccupations d'encaisse et de changes, lesquelles durent né-

cessairement limiter pour beaucoup la liberté d'action de la plupart des banques centrales européennes. Au cours de notre étude de cette politique de dosage de crédit, nous mettrons résolument de côté le problème de la surproduction agricole, non pas parce que nous en méconnaissons l'importance, mais à cause du fait qu'à travers une bonne part de notre travail, nous traiterons de divers aspects théoriques de la monnaie dirigée, et que dans la partie de la présente étude où nous aborderons l'examen des divers problèmes pratiques qu'a soulevée la politique de monnaie dirigée, notre attention a été surtout portée sur les répercussions immédiates qu'ont pu provoquer diverses mesures d'ordre monétaire tendant soit à une extension de crédit, soit à un resserrement du crédit.

Au cours de notre étude, nous nous sommes surtout attachés à analyser les conséquences de diverses mesures monétaires sur l'offre et la demande des marchandises. Il nous a semblé que si, en effet, l'offre des produits agricoles puisse encore être stimulé par les facilités de crédit, la demande en est, par contre dans une bonne mesure, stationnaire parce que dépendant principalement des habitudes des individus.

D'autre part, nous étant limités exclusivement à l'examen de ce qui s'est passé aux Etats-Unis où le standard de la vie avait été haut et où, de ce fait, on ne pouvait pas prévoir que les nouvelles facilités de crédit aient eu une influence dans le sens de l'augmentation de la demande de ces produits.

Au cours du premier chapitre de notre travail, nous nous efforcerons de démontrer que ce fut l'inflation fiduciaire que la guerre légua en héritage aux Etats-Unis,

qui constitua une fois celle-ci finie, le plus important des problèmes dont la solution s'imposait aux Banques Fédérales de Réserve : l'autorité monétaire suprême. La nécessité d'assainir la situation qu'avait créée l'inflation fiduciaire pendant la guerre, amena les Banques Fédérales de Réserve à mettre en œuvre un système de direction de crédit. Cet aspect du problème monétaire, devant la solution duquel se trouva le Système de Réserve pendant 1919 et 1920, constitua cette cause d'ordre monétaire qui se trouva à la base de la crise qui éclata pendant la deuxième moitié de 1920. En effet, nous allons nous efforcer de rechercher des arguments qui pourraient étayer notre conviction, que cette première crise que traversa le monde au sortir de la grande guerre fut uniquement due aux causes monétaires et que, elle ne nous semble pas attribuable à une surproduction. Nous examinerons l'allure et l'accroissement de la production aux Etats-Unis pendant la guerre, de même que l'état des stocks tout de suite après la fin de la guerre, ainsi que l'allure de la formation de ces mêmes stocks au cours des années 1920 et 1921.

Il nous semble important de mettre en lumière l'état d'esprit du public américain en 1919 et 1920. Nous soulignerons notamment cette croyance qui était fort répandue à ce moment, d'un retour possible aux niveaux des prix de 1914, de même que tout ce qui y avait été fait dans ce sens. Cette circonstance que le public américain avait été prêt à bien accueillir toutes les mesures du Système de Réserve qui tendraient à la réalisation de ce but, nous paraît fort importante ; de même que l'importance des buts de la politique qu'ont poursuivies les Banques Fédérales de Réserve durant ces an-

nées et les étapes par lesquelles cette politique est passée ne nous échappe point.

Nous aborderons ensuite l'étude théorique de ce que fut la monnaie dirigée entre 1922 et 1929, en mettant bien en évidence tout ce qui nous semble avoir constitué une particularité spéciale de cette politique de direction de crédit aux Etats-Unis, notamment le fait qu'elle s'est exercée dans le cadre de l'étalon-or. Le but de cette méthode de la politique monétaire nous semble surtout résider dans le désir du Système de Réserve d'écarter les causes monétaires de survenance de crises. Nous nous appliquerons à étudier la genèse d'une pareille politique monétaire, et nous ferons volontiers état de quelques explications que donnent certains auteurs de celle-ci. Nous rechercherons aussi les répercussions qu'a pu avoir l'accumulation de l'or sur la politique de monnaie dirigée, surtout en ce qui concerne une plus grande latitude qui dérivait du fait de la possession d'une encaisse considérable pour les Dirigeants du Système de Réserve, pour la détermination du taux de l'escompte. Nous exposerons ce que paraissent avoir été les principes directeurs de la politique que les Banques Fédérales de Réserve ont poursuivi depuis 1922, de même que les conclusions de la Délégation de l'Or au sujet de la politique de monnaie dirigée et de son utilité en tant que moyen pour combattre la survenance des crises périodiques.

La monnaie dirigée, la théorie monétaire des crises, et la théorie quantitative, feront l'objet d'une analyse approfondie, à cause surtout du fait qu'une politique de dosage de crédit a nécessairement dû, du moins en partie, se baser sur la théorie quantitative. Nous re-

chercherons les possibilités qui s'offrent à la politique de monnaie dirigée, soit pour stimuler la production au moyen de crédits nouveaux, soit pour la ralentir par la raréfaction des crédits. Une telle politique monétaire impose la nécessité de contrôler l'emploi du crédit. Nous examinerons tout ce que les Banques Fédérales de Réserve avaient entrepris pour s'assurer le contrôle du crédit qu'elles octroyaient et nous chercherons dans l'observation des événements de 1927, les conclusions nécessaires à ce sujet.

La politique de l'escompte et celle des opérations sur le marché libre seront l'objet de notre attention particulière, notamment en ce qui concerne l'évolution de leur emploi complémentaire. Nous terminerons notre chapitre II que nous consacrons surtout à l'étude théorique des divers problèmes que soulève la monnaie dirigée, en recherchant les affinités doctrinales de la politique de monnaie dirigée que paraissent avoir pratiquées les Banques Fédérales de Réserve entre 1922 et 1929.

Nous consacrerons notre chapitre III à l'étude des mouvements de l'or et des répercussions que ceux-ci ont pu avoir sur la politique de crédit dirigé des Banques Fédérales de Réserve, et nous nous efforcerons de mettre en lumière les circonstances qui imposèrent aux Banques Fédérales de Réserve la nécessité d'une politique de l'or. Les buts que cette politique de l'or du Système de Réserve s'efforçait d'atteindre nous ont paru être deux ; en premier lieu il s'agissait de pallier par une politique appropriée de l'or aux conséquences défavorables du mauvais fonctionnement de l'étalon-or, et à ce point de vue, nous nous efforcerons d'analyser

tout ce qui avait été fait jusqu'en 1927 par les Banques Fédérales de Réserve pour aider à une meilleure distribution de l'or dans le monde. Deuxièmement la politique de l'or des Banques Fédérales de Réserve tendait à contrôler l'amplification du crédit basée sur l'accumulation de l'or. Nous soulignerons aussi l'avantage qui a résulté pour la politique de monnaie dirigée du Système de Réserve, du fait que celui-ci n'a pas eu à se préoccuper de constamment maintenir la parité entre le métal et sa devise. Cependant, bien que libérées du souci de l'encaisse et de celui du maintien de la parité or de leur devise, les Banques Fédérales de Réserve en poursuivant leur politique de la direction du crédit, se sont heurtées en pratiquant celle-ci, à certaines limites qui résultaient pour leur liberté d'action du fait, justement, de l'accumulation de l'or et de la situation internationale des Etats-Unis.

Le problème de l'altération du fonctionnement de l'étalon-or et le rôle qu'a pu jouer la politique de monnaie dirigée dans ce sens, feront l'objet de notre chapitre IV, où nous examinerons les répercussions qu'a eue la politique de monnaie dirigée sur l'étalon-or. Nous aborderons cette étude de l'étalon-or et de la monnaie dirigée, par un examen de l'esprit dans lequel ont été conçus ces deux différents systèmes de politique monétaire.

Le système de l'étalon-or tel qu'il fut pratiqué après la guerre, les différentes formes sous lesquelles il fut employé ces derniers temps, ainsi que la question de la nécessité de la coopération des banques d'émission, feront l'objet d'un examen attentif et approfondi. Nous analyserons la question du rôle qu'a pu jouer la mon-

naie dirigée dans l'altération du fonctionnement de l'étalon-or du point de vue des répercussions qu'a pu exercer la politique de l'escompte des Banques Fédérales de Réserve et leur politique du marché libre, de même que nous nous efforcerons de mettre en relief l'existence d'autres facteurs qui, indépendamment de la politique des Banques Fédérales de Réserve, ont pu avoir une certaine influence sur le fonctionnement de l'étalon-or.

A ce point de vue, nous nous proposons d'étudier les conséquences qu'a pu avoir l'introduction générale du Gold Exchange Standard pour les mouvements des capitaux internationaux et pour l'inflation mondiale du crédit.

Nous consacrerons notre chapitre V à l'étude des aspects pratiques des différents problèmes dont l'analyse théorique a été abordée dans les chapitres précédents, et nous nous proposons de résumer au cours de ce chapitre, aussi bien toute l'évolution industrielle, commerciale et monétaire des Etats-Unis dans la dernière période décennale, que les différentes causes qui la conditionnèrent et qui influèrent pour qu'elle s'acheminât dans la direction au bout de laquelle sont les événements dont nous sommes actuellement témoins. Il nous a semblé utile de séparer la période d'essor économique des Etats-Unis en deux phases dont les caractéristiques sont essentiellement différentes. Une première phase va de 1922 à 1925 et la seconde la prolonge de 1925 à 1929. Nous sommes d'avis que l'année 1925 représente un tournant dans l'évolution économique du monde et des Etats-Unis, parce que, bien que la prospérité continuât après 1925, apparaissent déjà de nombreux signes pré-

curseurs de graves défauts d'ajustement de la production à la consommation. Nous nous proposons d'examiner la vraie part du mérite qui revient à la politique de monnaie dirigée des Banques Fédérales de Réserve pour le maintien de la remarquable stabilité qui régna pendant la première de ces deux périodes, et aussi l'influence des autres facteurs de stabilité économique. L'offre de la monnaie et l'ajustement de celle-ci à l'offre des marchandises, de même que l'équivalence de l'offre des marchandises avec la demande des marchandises au cours de cette première phase, seront l'objet de notre attention particulière. Nous nous arrêterons aussi sur l'influence qu'ont, actuellement, en général, les mouvements des prix sur les variations du volume de production. Les principales caractéristiques de la seconde période de l'évolution décennale, 1922-1929, sont un accroissement sensible de l'activité spéculative, et les interventions de plus en plus fréquentes des Banques Fédérales de Réserve. Nous soulignerons aussi toutes les circonstances qui, à notre avis, pendant cette seconde phase, favorisèrent l'accroissement de l'activité spéculative qui se manifestait de plus en plus. Nous pensons nous arrêter particulièrement sur l'intervention des Banques Fédérales de Réserve en 1927, et sur les circonstances qui favorisèrent la rapide reprise de cette année, de même que nous nous attacherons à mettre en relief l'apparition des premiers signes de la surproduction qui, à notre avis, constitua la cause immédiate de l'éclatement de la crise en 1929.

CHAPITRE PREMIER

La Monnaie dirigée et la Crise de 1920-1921

1°) Le problème de l'assainissement monétaire en 1919 et les Banques Fédérales de Réserve

Il n'est pas facile de démêler parmi les affirmations contradictoires et aussi catégoriques les unes que les autres, quelle fut exactement l'origine de la première des crises que subirent les Etats-Unis depuis la guerre mondiale. Toutes les publications officielles du Conseil Fédéral de Réserve, les déclarations publiques des Dirigeants des Banques Fédérales de Réserve, ainsi que les avis exprimés par tous les économistes américains qui touchent de près aux Banques Fédérales de Réserve, nient catégoriquement l'existence, à cette époque, d'une politique déterminée de déflation de la part du Conseil de Réserve. D'autre part, de nombreux économistes de renom (1) affirment que cette dépression n'a pu être due qu'aux causes d'ordre monétaire et qu'elle fût directement provoquée par une politique systématique de déflation qu'auraient poursuivie, depuis la fin de 1919, les Banques Fédérales de Réserve.

Cependant, la détermination des principales causes de cette dépression présente un intérêt considérable à plusieurs points de vue. Avant tout, il nous paraît maintenant acquis que la crise de 1921 était principalement causée par des perturbations monétaires, et que ce fut un phénomène essentiellement monétaire. Bien que les troubles monétaires ne fussent pas les seuls que la chronique de ces années ait eu à enregistrer et que

(1) Par exemple Cassel.

l'économie américaine se trouva à ce moment en pleine période de réadaptation, il nous paraît maintenant certain qu'une baisse de prix de l'ampleur de celle qu'on eut alors à relever, ne pouvait être attribuable qu'à des causes d'ordre monétaire. Cependant, il ne nous paraît pas qu'aux Etats-Unis, l'origine de la crise de 1921 soit à rechercher parmi les conséquences des exportations d'or considérables qu'a subi ce pays en 1919-1920. La situation monétaire qui fut créée par ces mouvements de l'or n'a pas eu de conséquences graves pour la production américaine, et de plus, fut de courte durée.

En effet, les mouvements des marchandises en Amérique continuaient à se solder, en 1921, malgré la cessation d'importantes fournitures de guerre, par des excédents des exportations sur les importations, lesquels bien qu'inférieurs à ceux des années de guerre et de même qu'à celui de l'année précédente, n'en ont pas moins été fort considérables. Ce solde créditeur qui était en 1920 de \$ 2.747.000.000 s'abaisse en 1921 à \$ 1.824.000.000. Cette diminution, comparée avec celle qu'eut à enregistrer ce poste de la balance internationale des paiements des Etats-Unis dans les années suivantes, n'est pas très considérable quand on songe qu'en 1924, l'année où la reprise des affaires prenait tout son élan, l'excédent des exportations des marchandises sur les importations des marchandises, n'était plus que de \$ 882.000.000 (1), ce qui représente encore le chiffre record de la période d'entre les deux crises.

La balance des paiements internationaux des Etats-

(1) Les chiffres sont empruntés au cours de M. Rist pour l'année 1931-1932, page 69.

Unis durant les années 1919 et 1920, présentait ceci de singulier que, pendant que la balance commerciale des Etats-Unis continuait à être favorable, la balance des paiements se trouvait en déficit, du fait de considérables exportations d'or vers les pays de l'Amérique du Sud et de l'Extrême-Orient.

Pour solder l'excédent d'importations en provenance de ces pays, les Etats-Unis durent exporter de l'or et de l'argent. L'exportation nette de l'or en Amérique du Sud s'élevait, en 1919, à \$ 87.000.000 et, en 1920, à \$ 94.000.000 ; pour l'Extrême-Orient elle atteignait \$ 205.000.000 en 1919 et \$ 156.000.000 en 1920. Il faut y ajouter une exportation nette d'argent de \$ 199.000.000 en 1919 et de \$ 92.000.000 en 1920. Pour la seule année 1919, l'exportation nette des métaux précieux des Etats-Unis à destination de l'Extrême-Orient s'élevait donc à \$ 404.000.000 (1).

Ainsi, bien que la balance commerciale générale restât favorable, le stock d'or monétaire des Etats-Unis, s'abaissait, depuis la fin de 1918 où il était à \$ 3.160.000.000, jusqu'à la fin de 1920 à \$ 2.926.000.000. Ce mouvement de sortie d'or ne continua que dans la première moitié de 1920, et, dès la deuxième moitié de la même année, il se produisit un mouvement inverse qui dura, avec de brèves interruptions en 1925 et dans la deuxième moitié de 1927, jusqu'à 1930. Ces mouvements de sortie de l'or provoquèrent un abaissement du pourcentage de couverture des Banques Fédérales de Réserve, lequel s'abaissa de 51 % où il était au commencement de 1919 à 44,8/10 % au mois de Décembre 1919 ;

(1) Les chiffres sont empruntés au livre de Cassel : La monnaie et le change après 1914.

le minimum avait été atteint avec 42,4 % en Avril 1920, le minimum légal étant fixé aux Etats-Unis à 40 % pour les billets en circulation et à 35 % pour les dépôts.

Le Conseil Fédéral de Réserve se trouvait donc dans l'obligation de recourir à des mesures destinées à arrêter cette baisse du pourcentage de couverture. Agissant ainsi, il se conformait aux obligations que lui prescrivait la loi, et il éleva progressivement, à partir du mois de Juin 1919, son taux d'escompte.

Cependant, il nous semble que cet aspect du problème peut être laissé de côté, surtout à cause du fait que ces relèvements successifs du taux de l'escompte ne parvinrent pas à enrayer les progrès de l'inflation. Celle-ci prenait simplement une autre forme et à l'inflation fiduciaire qui avait été pratiquée pendant la guerre, se substitua une inflation du crédit. D'autre part, le mouvement d'importation d'or qui commençait en 1920, fit vite remonter le pourcentage de couverture. Dans cet ordre des événements, ce qui s'est passé en 1919 et en 1920, n'était qu'une alerte. Ceci ne constitua pas l'événement le plus considérable de conséquences monétaires. à cette époque, et, il ne nous paraît pas que l'on puisse y voir cette cause spécifique d'ordre monétaire qui fut à l'origine de l'éclatement de la crise de 1920-1921.

Le relèvement du taux de l'escompte que le Système de Réserve se trouvait dans l'obligation d'effectuer, combiné avec les importations d'or ultérieures aurait peut-être pu, si les Banques Fédérales de Réserve avaient procédé à des relèvements plus radicaux de leur taux d'escompte, mettre fin aux progrès de l'inflation et résoudre même tout le problème monétaire, en liquidant définitivement la plus grande source de per-

turbations de cet ordre, à laquelle il faut attribuer la responsabilité de ce qui s'est passé ensuite et qui, à notre sens, constitue la vraie cause d'ordre monétaire de cette crise. Tel cependant ne fut pas le cas, et l'inflation atteignit son maximum en 1920.

L'activité spéculative s'accroissait de jour en jour, et cet accroissement de l'activité spéculative fit que le taux de l'argent au jour le jour, enregistra des oscillations qui allaient parfois de 5 % jusqu'au maximum de 25 %. Le marché monétaire se resserra considérablement, et le papier commercial de premier ordre fut coté jusqu'à 8 % (1). La hausse des prix, d'après les indices des prix de gros publiés par le Bureau de Statistique du Travail, sur la base de 1913 = 100, toucha son point culminant au mois de Mai 1920. A ce moment, l'indice des prix de gros était à 247, mais une tendance vers la baisse des prix commençait à se dessiner et fit, que déjà au mois de Juin de la même année, l'indice descendit à 243, au mois de Juillet il est à 241, en Août à 231, en Septembre à 226, en Octobre à 211, en Novembre à 196 et en Décembre à 179.

Cette baisse de prix ne fut pas sans entraîner une grave crise de l'industrie et du commerce, d'autant plus que les stocks de marchandises étaient toujours considérables (2). Malgré l'existence de nombreux stocks de marchandises, nous ne croyons pas qu'à ce moment il existait une tendance vers la surproduction, principalement à cause de la nécessité où se trouvèrent, à l'issue

(1) Article de Roberts, Documents Sélectionnés soumis à la Délégation de l'or. Les mouvements d'entrée et de sortie de l'or en ce qui concerne les Etats-Unis d'Amérique, et leurs effets, en 1914-1929.

(2) Roberts, *op. cit.*

de la guerre, tous les pays européens, de s'approvisionner en marchandises dont ils avaient pendant longtemps manqué au cours de la guerre. De plus, les stocks étaient inexistants en Europe et cette circonstance nous paraît conduire à la conclusion que les stocks existant en Amérique à cette époque, étaient de ce fait, loin d'être aussi considérables que l'on pouvait le croire. Par ailleurs, de nombreuses industries européennes ont dû travailler pendant la période des hostilités pour les besoins de la guerre et il leur fallait, une fois celle-ci terminée, un certain temps pour adapter leurs installations aux besoins de la production du temps de paix. Les industries américaines, bien qu'ayant augmenté considérablement leur production pendant la guerre, avaient aussi besoin d'un laps de temps plus ou moins long pour s'adapter à la production des marchandises courantes, parce qu'ayant été, elles aussi, accaparées par la production de guerre.

L'accroissement des prix d'un certain groupe de marchandises (céréales, matières minérales, etc...), fut principalement causé par l'ardente concurrence qui se manifesta au cours de 1919 et de 1920 sur les marchés mondiaux des matières premières pour l'achat de ces marchandises. Immédiatement après la guerre, on peut noter l'existence d'un sentiment d'appréhension pour un manque de marchandises, et on estima, sans doute, qu'il fallait payer n'importe quel prix ce dont on avait un besoin urgent ; ceci nous paraît avoir constitué une cause de la hausse des prix.

Aux Etats-Unis, le nombre indice des textiles s'élevait, en 1918, à 239 et augmentait à 356 au commencement de 1920, ce qui prouve que la demande des texti-

les était considérable et dépassait sans doute de loin l'offre. Ce n'est que plus tard, en 1921, qu'apparut l'existence d'une tendance vers la surproduction, à cause d'abord de l'activité spéculative qui s'exerçait sur toutes les marchandises dont les prix avaient considérablement haussé entre 1918 et 1920, et aussi du fait que la consommation avait baissé, parallèlement à l'abaissement des revenus, lui-même gravement influencé par de nombreuses faillites et par le chômage. La diminution de la consommation exerça un effet quasi automatique sur l'augmentation des stocks et en hâta la liquidation précipitée, ce qui ne manqua pas d'exercer une influence déprimante sur les prix.

Quant à la politique que suivirent les Banques Fédérales de Réserve à cette époque, surtout du point de vue de l'influence qu'a pu avoir cette politique sur l'évolution de la situation qui s'était créée pendant la guerre et au cours des années qui l'ont immédiatement suivie, il nous semble intéressant de citer ce passage de l'article de Roberts qui la définit assez clairement.

Dans son article : *Les mouvements d'entrée et de sortie de l'or, en ce qui concerne les Etats-Unis d'Amérique 1914-1919, et leurs effets*, Roberts s'exprime dans les termes suivants sur la politique qui fut suivie par les Banques Fédérales de Réserve en 1920-1921 et sur les rapports possibles entre celles-ci et les causes déterminantes de cette dépression : « Il n'est pas exact d'attribuer la baisse
« des prix, comme on l'a fait parfois, à la préméditation
« où à la politique agressive des Banques Fédérales de
« Réserve. Au printemps 1920, ces Banques étaient arri-
« vées pratiquement à la limite de leur capacité pré-
« vue par la loi. Les situations d'ensemble n'indiquaient

« qu'une marge très faible au delà des limites prévues
« par la loi, mais à la fin d'Avril, trois des douze ban-
« ques réescomptaient le papier de sept des autres
« banques et à la fin de l'année, trois banques rées-
« comptaient le papier de cinq des autres banques. On
« était évidemment arrivé à un moment où le dévelop-
« pement ultérieur des crédits ne pouvait ni servir à
« des fins utiles, ni être accordé suivant les dispositions
« de la loi bancaire. La politique des Autorités du Sys-
« tème de Réserve ne tendait pas à une réduction des
« crédits disponibles, mais plutôt à un arrêt des dé-
« veloppements en cours. Malheureusement, l'inflation
« était arrivée à un point tel qu'on était dans l'obliga-
« tion de recourir à une inflation toujours plus grande
« pour éviter la crise ».

Roberts extrait et cite un passage du rapport annuel du Fédéral Reserve Board pour l'année 1919 :
« Le développement du crédit déclenché par la guerre
« doit être arrêté. Le crédit doit être placé sous un
« contrôle effectif et son cours doit être réglementé et
« dirigé en tenant soigneusement compte de la prospé-
« rité économique du pays et des besoins de ses indus-
« tries de production ».

Pour Roberts, « cela peut être considéré comme une
« déclaration franche quant aux fins poursuivies par
« le Board. Il y a lieu de tenir compte également que
« la baisse des prix avait déjà un caractère mondial.
« les premières manifestations de ces mouvements
« s'étaient révélées dans la crise qui s'était déclarée au
« Japon en Mars 1920. A l'automne de la même année,
« on reconnaissait partout les symptômes d'un mou-
« vement mondial. Les prix des principaux produits

« d'exportation des Etats-Unis d'Amérique baissaient
« sur tous les marchés étrangers avant que les Banques
« Fédérales de Réserve eussent restreint leur crédit ;
« il était donc manifeste que ces prix ne pouvaient pas
« être maintenus à l'intérieur des Etats-Unis d'Améri-
« que (1) ».

Donc, d'après Roberts, ce furent ces deux raisons qui obligèrent les Banques Fédérales de Réserve à intervenir : d'abord le Conseil des Banques Fédérales de Réserve se trouva dans l'obligation de recourir à des mesures susceptibles d'arrêter la baisse du pourcentage de couverture, et ensuite il y avait cette volonté délibérée de sa part d'arrêter ce « développement du crédit déclenché par la guerre (2) ».

Ce passage nous paraît digne d'être étudié de plus près et il nous semble nécessaire de reprendre et d'analyser tous les faits qu'il mentionne : tout d'abord la nature et les proportions qu'avait eue l'inflation monétaire pendant la guerre aux Etats-Unis, ainsi que les chances que paraissait pouvoir avoir la politique déflationniste des Banques Fédérales de Réserve et l'atmosphère dans laquelle celle-ci semble s'être exercée.

Comme toutes les nations qui ont pris part à la grande guerre, les Etats-Unis ont dû recourir, pour la financer, aux procédés inflationnistes. L'inflation américaine était, en substance, en tous points analogue à celle qui fut pratiquée dans les divers pays européens, bien que la technique en ait différé sensiblement. Aux Etats-Unis, on s'est servi d'un mécanisme ingénieux à travers lequel le Gouvernement Fédéral faisait émettre, pour son

(1) Article de Roberts dans les Documents Sélectionnés sur la Distribution de l'Or.

(2) Documents Sélectionnés.

compte, de la monnaie par les Banques Fédérales de Réserve. Le recours à des procédés inflationnistes est une nécessité de la guerre. Les besoins urgents de matières premières et de diverses fournitures de guerre peuvent justifier le recours à ces procédés expéditifs, surtout lorsque les emprunts deviennent difficiles et qu'une plus grande taxation est impossible à cause de l'épuisement général. Une inflation fiduciaire est, avant tout, un élargissement de la circulation du papier monnaie dans un régime de cours forcé déterminé par l'Etat et en dépendance de ses besoins de trésorerie. Par la suite, lorsque la période de l'inflation se prolonge, elle ne manque généralement pas d'apporter des changements à la valeur de la monnaie. De plus, elle entraîne la reconnaissance de la part du public, du rôle notable et prépondérant que joue sur la valeur de la monnaie le facteur « quantité ». L'apparition soudaine, pour les larges masses populaires, de ce nouveau facteur économique est d'une certaine importance, étant susceptible de créer une véritable psychose. Au sortir de la guerre, il en a existé une aux Etats-Unis qui pourrait, peut-être, dans une certaine mesure, expliquer l'orientation de l'opinion publique, laquelle a certainement aussi influé sur la politique des Dirigeants des Banques Fédérales de Réserve.

Lorsque la guerre fut terminée, les Etats-Unis entreprirent d'en faire en quelque sorte le bilan économique ; on y fit un tour d'horizon dans les domaines industriels, commerciaux et agricoles, où de grands changements étaient survenus depuis 1914. D'abord la production avait considérablement augmenté. Nous ne disposons pas des chiffres exacts de la production américaine pour

les années 1919 et 1920. Les premiers chiffres à peu près exacts que nous possédons datent de 1923. D'après le rapport à la Société des Nations — *le Cours et les phases de la dépression économique mondiale* — la production mondiale s'était en 1923, (sur la base de 1913 = 100) accrue de 16 %. Etant donné qu'il s'agit de chiffres qui englobent aussi bien les Etats-Unis, l'Europe, que les autres pays de l'Amérique et de l'Extrême-Orient, il est vraisemblable, l'Europe étant en 1923 encore loin d'avoir atteint le volume de sa production de 1913, que ce pourcentage d'augmentation ne peut concerner que les Etats-Unis et les pays extras-européens. Ensuite, dans le domaine financier, on a pu constater une circulation fiduciaire notablement accrue. Les émissions passèrent du 1^{er} Avril 1917 jusqu'en Décembre 1919 de \$ 357.000.000 à \$ 2.840.000.000. D'autre part, les prêts garantis par les titres du Gouvernement avaient atteint au mois de Mai 1919, \$ 1.863.000.000 dans les Banques Fédérales de Réserve et \$ 1.438.000.000 dans les banques adhérentes. En outre, les banques adhérentes en possédaient en propre pour \$ 3 Milliards dont \$ 2 Milliards (1) étaient représentés par les bons du trésor.

Quant à l'atmosphère dans laquelle les Banques Fédérales de Réserve avaient à pratiquer leur politique, elle était des plus favorables pour la poursuite d'un dessein de déflation monétaire.

Au sortir de la guerre, était répandue la croyance que, avec la fin de la guerre, on allait revenir aux conditions générale, en tous points analogues à celles de 1914. C'est le fameux « retour à 1914 (2) » dont on a

(1) Les chiffres sont empruntés à La Déflation en pratique de M. Rist, page 42.

(2) Keynes, La Réforme monétaire.

tant parlé, et en effet la baisse des prix qui survint immédiatement après l'armistice fut, tout d'abord, interprétée comme un premier pas dans cette direction. Le nombre indice du Bureau du Travail subit une baisse de 7 % entre le mois de Novembre 1918 et le mois de Janvier 1919. Il descendit de 206 en 1918 à 197 à la fin de Janvier 1919. En général, cette baisse de prix fut attribuée à une amélioration des approvisionnements des marchandises résultant de la reprise de la liberté des transports internationaux (1).

Ce désir de voir revivre les temps d'avant guerre est naturel et explicable en tant que l'expression du conservatisme inné des hommes qui procède de la crainte de tout changement générateur des effets imprévus et nouveaux, mais, en vérité, la guerre avait entraîné après elle un tel bouleversement de régimes monétaires mondiaux qu'il n'y avait pas de raisons, en dehors du fait que c'était là une impossibilité absolue, pour tenter de rétablir la situation qui avait existé avant la guerre. D'ailleurs, Cassel croit qu'elle n'avait en elle-même aucun caractère essentiel. Pour lui, son principal avantage était le haut degré de stabilité atteint à cette époque, et c'est plutôt vers un régime de stabilité qu'auraient dû tendre les efforts, plutôt que vers un retour pur et simple à l'état et à des niveaux de prix d'avant-guerre (2).

Pendant les premiers mois de 1919, se répandit dans l'opinion publique américaine, la conviction qu'il ne fallait reculer devant aucun effort qui mènerait vers l'abaissement du niveau général des prix. Une organisa-

(1) Cassel, *La monnaie et le change après 1914*.

(2) Cassel, *op. cit.* Pages 211 et suivantes.

tion fut même fondée, présidée par l'Attorney Général et qui bénéficiait de la sollicitude du Gouvernement. Celle-ci avait pour but de coordonner les efforts de tous « les Comités pour les prix normaux » qui avaient auparavant été fondés un peu partout et qui se proposaient de poursuivre une campagne tendant à l'abaissement des prix. Cette campagne, si elle n'eut pas à enregistrer de succès concrets, contribua cependant beaucoup à répandre cette idée que les prix devaient baisser et que le niveau des prix d'avant-guerre était le seul qui fut normal et convenable. Celle-ci paraît avoir considérablement préparé le terrain à la politique restrictive que les Banques Fédérales de Réserve allaient s'efforcer de poursuivre.

Le Système de Réserve avait été, par ailleurs, vers la fin de 1919, dans l'obligation de poursuivre une telle politique à cause du danger qui avait menacé à ce moment les Banques Fédérales de Réserve de perdre leur or. Lorsque, au milieu de 1919, fut levée l'interdiction d'exporter de l'or, les Etats-Unis semblaient en bonne posture pour éviter ce danger, mais comme nous l'avons fait remarquer plus haut (1), la diminution totale nette du stock d'or monétaire des Etats-Unis, fut de \$ 234.000.000 jusqu'en Décembre 1920 (2) cependant que les billets des Banques Fédérales de Réserve en circulation atteignaient à ce moment le chiffre de \$ 3.341.000.000. Dans le même temps, la progression des avances et des escomptes des Banques Fédérales de Réserve, passe de \$ 14.302.000.000 en Décembre 1918 à \$ 19.761.000.000 à la fin de Juin 1920, pendant que les dépôts passent de \$ 13.309.000.000 à \$ 15.067.000.000.

(1) Voir page 21.

(2) Documents sélectionnés.

L'opinion publique américaine ne saisissait pas, à ce moment, le danger réel d'une brusque déflation de prix. Des idées déflationnistes y étaient fort répandues et la politique du Système de Réserve était assurée de la compréhension et de l'assentiment du public. Les Dirigeants du Système de Réserve ne désiraient pas, d'après Roberts, poursuivre une politique de réduction de crédit, mais s'efforçaient plutôt d'arrêter l'extension de crédit qui se dessinait. Ce but paraissait aisément réalisable aux Dirigeants du Système de Réserve, lesquels estimaient s'assurer le contrôle du crédit au moyen du taux d'escompte plus élevé.

2°) La politique des Banques Fédérales de Réserve en 1920 et ses effets

Jusqu'à la fin du mois d'Octobre 1919, les Banques Fédérales de Réserve ont maintenu leur taux d'escompte à 4 %. Au mois de Novembre de la même année elles relevèrent leur taux d'escompte à 4,25 % principalement sous l'empire des nécessités qui découlaient de la situation à laquelle nous avons fait allusion plus haut (1), qui résultait d'une considérable perte d'or, parallèle d'ailleurs à des progrès notables de l'inflation, qui relevèrent le niveau des prix à 230. En effet, en Octobre 1919, le pourcentage de couverture était tombé à 48,3 %. Le Conseil du Système de Réserve expliquait à ce moment que c'était pour aider les souscriptions aux émissions du trésor que le taux d'escompte avait été maintenu jusqu'alors relativement bas, mais que dorénavant, en raison de la diminution des demandes d'argent du Gouvernement, il n'était plus nécessaire de maintenir le taux d'escompte des Banques Fédérales de Réserve au

(1) Voir page 21.

même degré que pendant la guerre, lorsque le taux bas des bons de la liberté « jetait son ombre sur tous « les autres et obligeait pratiquement à conserver son « uniformité (1) ».

Ce même bulletin paraît révéler le vrai but que se proposait d'atteindre le Système de Réserve. A ce sujet il s'exprime de la manière suivante (nous citons d'après Cassel) : « Le problème de la réduction du coût de la « vie consiste surtout à rétablir le pouvoir d'achat du « Dollar. Le Dollar a perdu un certain pouvoir d'achat, « parce que le développement du crédit provoqué par la « nécessité de faire face aux dépenses de guerre s'est « produit d'une manière plus rapide que la production « de l'épargne. Le retour à une saine situation économi- « que susceptible d'entraîner le moins de troubles pos- « sibles dans les rapports économiques normaux, con- « sistera à suivre une politique toute opposée à celle « qui a conduit le pays dans son état actuel. En d'autres « termes, l'entrée doit devenir la sortie. Le problème du « coût de la vie au point de vue financier, est très mal « posé sauf si on l'envisage au point de vue du réta- « blissement de la valeur du Dollar. Accepter la dé- « préciation du Dollar produit par la situation née de « la guerre, et stabiliser notre étalon de valeur sur « cette base, ce serait sanctionner l'inflation causée par « la guerre et les injustices que cette inflation a pro- « voquée (2) ».

Comme nous l'avons vu plus haut, ce n'est que vers la fin de 1919, que les Banques Fédérales de Réserve n'ayant plus à se préoccuper d'émission d'emprunts

(1) Bulletin des Réserves Fédérales du 1^{er} octobre 1919.

(2) Cassel, *op. cit.* Page 247.

pour le compte du Gouvernement des Etats-Unis qui avait auparavant restreint considérablement leur liberté d'action, purent procéder à l'augmentation de leur taux d'escompte. Au début, cette augmentation ne produisit aucun effet.

Par ailleurs les buts de cette politique paraissent avoir été plusieurs. D'abord, d'après la loi, les Banques Fédérales de Réserve se trouvent dans l'obligation d'assurer aux billets émis une réserve métallique inégale. Ensuite, le désir d'enrayer la spéculation a été souvent mis en avant comme un des buts visés par la politique restrictive de crédit. En effet, le Conseil des Banques Fédérales de Réserve paraît s'en être tenu à l'idée que les restrictions devaient se borner au crédit de spéculation et ne devaient pas s'étendre au crédit commercial. En vérité, on s'est aperçu par la suite que, dans la pratique, la distinction était malaisée à faire. Si des mesures énergiques sont employées pour diminuer les crédits de spéculation, elles réagissent fatalement de diverses manières sur l'ensemble de la vie économique, et il s'est avéré impossible de procéder à des réductions efficaces des crédits qui allaient surtout vers la spéculation, sans provoquer par cela même une baisse générale des prix.

Comme nous l'avons fait remarquer plus haut (1), ces premières mesures n'eurent cependant aucun effet restrictif sur le processus de progression des avances et des escomptes. D'après Cassel, ces mesures étaient tardives et c'est plutôt au commencement de l'année 1919, lorsque commençaient seulement à se manifester les premiers symptômes d'une nouvelle extension de crédit, que les Banques Fédérales de Réserve auraient dû re-

(1) Voir page 31.

lever leur taux d'escompte. Par ailleurs Cassel est d'avis qu'il n'y a pas de doute que « s'il avait été possible, au « point de vue politique, d'élever assez haut le taux « d'escompte immédiatement après l'armistice, on aurait réussi à empêcher la hausse des prix qui s'accusa « par la suite », et il ajoute que « les mesures prises « plus tard pour relever le taux d'escompte ne se sont « pas montrées moins efficaces mais qu'elles étaient en « retard d'une année, et elles ne pouvaient empêcher « l'inflation qui atteignait son maximum au printemps « 1920 » (1).

La hausse des prix se maintint pendant ce laps de temps parallèle à l'augmentation des dépôts, jusqu'en Mai 1920, où l'indice des prix de gros du Bureau du Travail atteignit 247. Ceci constitue une preuve de plus de l'insuffisance de toutes les mesures restrictives qu'avaient prises les Banques Fédérales de Réserve, et aussi de leur retard par rapport à la situation. En effet, depuis le début de 1920, les Banques Fédérales de Réserve durent procéder à de nouvelles augmentations de leur taux d'escompte. La Banque Fédérale de Réserve de New-York porta son taux d'escompte, le 23 Janvier 1920, à 6 %, mais devant le nouvel insuccès de cette dernière mesure, pour empêcher la hausse des prix, elle fut obligée au mois de Mai de la même année, le même mois où la hausse toucha son point culminant, à augmenter encore son taux d'escompte et le porta à 7 %. Le taux de 7 % fut maintenu pendant le restant de l'année 1920 et pendant le premier trimestre de l'année 1921. Au mois d'Avril 1921, ce taux fut ramené à 6 1/2 % et à travers une série de réductions successives à 4/2 %, à la fin

(1) Cassel, *op. cit.* Pages 223 et suivantes.

de la même année. Ces mesures se montrèrent certainement efficaces, car la progression des postes du bilan « effets escomptés » et « titres », fut arrêtée. Au 30 Décembre 1920 le total des effets et des titres de toutes les Banques Fédérales de Réserve atteignit \$ 3.263.000.000 ; une année après au 31 décembre 1921 ce même total se trouva à \$ 1.523.000.000 (1).

La baisse des prix continuait depuis le mois de Mai 1920. Au mois de Juin de la même année l'indice des prix de gros était de 243 et en Décembre il était déjà descendu à 179. Ce mouvement de baisse se poursuivit en 1921 et la différence de l'indice, depuis le mois de Janvier au mois de Décembre, est de 30 points. Au mois de Janvier, l'indice était à 170 et au mois de Décembre à 140. Le parallélisme de ces faits nous paraît constituer une preuve à l'appui de cette explication de la crise de 1920-1921, qui attribue son origine au dessein de déflation qu'avaient poursuivies les Banques Fédérales de Réserve avec les chances de succès variables depuis le mois de Novembre 1919.

Il nous semble que l'on peut trouver une autre preuve que ces événements ont été dûs à une politique de déflation délibérément poursuivie par les Banques Fédérales de Réserve, dans le Bulletin des Banques Fédérales de Réserve du mois de Juillet 1920. Celui-ci déclare, dans sa revue des événements financiers qui s'étaient produits pendant la dernière année financière, que « la « conclusion générale à en tirer, est, à coup sûr, que la « politique de contrôle du crédit, au moyen du **taux** « d'escompte plus élevé, a obtenu un plein succès » (2).

(1) Les chiffres sont empruntés à l'article de Roberts, documents sélectionnés.

(2) Cette citation est extraite du livre de Cassel. La monnaie et le change après 1914.

Sans doute, les Dirigeants du Système de Réserve es-comptaient-ils, à ce moment, un prochain arrêt de la baisse de prix, et dans ce but ne procédèrent pas à une immédiate réduction de leurs crédits en circulation. Le dessein que le Système avait poursuivi apparaît ainsi clairement ; une augmentation sensible du taux de l'es-compte devait nettement donner à entendre que le Sys-tème avait décidé d'arrêter l'extension de crédit, mais pour que cette décision ne soit pas trop brusque, et afin de permettre la liquidation progressive, tant des mar-chandises que des dettes, celui-ci laissa s'opérer une dernière augmentation de ces postes « effets » et « pla-cements » lesquels passèrent de \$ 3.214.000.000 au mois de Mai 1920 à \$ 3.421.000.000 au mois de Novem-bre 1920, mais déjà au mois de Décembre de la même année, le total de ces deux postes recule à \$ 3.263.000.000, chiffre qui est assez voisin de celui du mois de Mai (1).

D'ailleurs le Conseil du Système de Réserve eut l'oc-casion, au mois de Mai 1920, de définir la politique qu'il pensait poursuivre. Au mois de Mai 1920 le Sénat des Etats-Unis demanda au Conseil des Banques Fédérales de Réserve de lui faire connaître les résolutions qu'il se proposait de prendre ou de recommander aux ban-ques affiliées, pour combattre l'inflation de la monnaie et du crédit d'où résultait la hausse des prix, et d'autre part quelles mesures étaient envisagées pour mobiliser les crédits suffisants pour permettre de faire la récolte de 1920. Le 25 Mai 1920, le Conseil publia une déclara-tion où il disait que depuis plusieurs mois, il avait re-connu que les ouvertures de crédit étaient consenties

(1) Les chiffres sont empruntés à l'article de Roberts, Docu-ments sélectionnés.

aux Etats-Unis à des taux qui ne correspondaient pas à la production et à la consommation. Le Conseil avait donc, à plusieurs reprises, recommandé aux Banques Fédérales de Réserve de s'efforcer de faire comprendre aux établissements affiliés qu'ils devaient s'abstenir de consentir des avances peu légitimes et de maintenir le montant de leur compte débiteur dans des limites raisonnables.

Auparavant, dans la réunion qui s'était tenue le 17 Mai, le Président du Conseil avait déclaré « qu'il convenait de décourager les emprunts habituels dont la nécessité n'était pas démontrée et de procéder à la liquidation des avances à long terme qui n'étaient pas indispensables ; les banques étaient toutefois averties qu'elles ne devaient pas prendre des mesures rigoureuses, que les méthodes adoptées devaient être régulières ; il en résultait une amélioration persistante de cette liquidation progressive, tandis qu'une déflation trop rapide serait désastreuse et devait être évitée » (1). D'ailleurs, les lignes de la politique que les Banques Fédérales de Réserve poursuivirent en 1920, nous semblent avoir été arrêtées déjà dans les derniers mois de 1919 et les bulletins des Réserves Fédérales de cette époque sont des plus intéressants à consulter pour suivre l'évolution de la conception des buts que le Système pensait assigner à sa politique.

Dans le bulletin du mois d'Octobre 1919, les Banques Fédérales de Réserve parlent surtout de rétablir le pouvoir d'achat du Dollar par une politique toute opposée à celle qui a conduit le pays dans son état actuel. Plus

(1) Nous citons cette déclaration du Conseil de Réserve d'après Cassel, *La monnaie et le change après 1914*, page 251.

tard, dans leur rapport annuel pour 1919, les Dirigeants des banques définissent leur point de vue sur les problèmes à l'ordre du jour de la façon suivante : « la « déflation dans le seul but de revenir à l'état normal « et de rétablir les prix, et la valeur des marchandises « à leur niveau d'avant-guerre, sans se préoccuper des « conséquences, serait une méthode insensée dans l'état « actuel des affaires du monde. Il ne faut jamais ou- « blier que l'industrie productive est dans une dépen- « dance étroite des conditions du crédit : les affaires « modernes se font avec du crédit ; le critérium suprême « de la valeur d'un système de crédit est dans son « effet sur la production des richesses. Vraie en général, « cette assertion mérite une attention toute particulière « dans l'état trouble actuel de l'industrie et du commerce « mondial au moment où la production a le besoin le « plus pressant de crédit. Une déflation trop rapide et « trop brusque irait à l'encontre du but même d'un bon « système de crédit par l'inquiétude qu'elle jetterait « dans les esprits et par les réactions désastreuses que « cette inquiétude aurait sur les industries producti- « ves » (1).

Il nous semble important de nous arrêter à la phrase de ce rapport où il est dit que « le critérium suprême « de la valeur d'un système de crédit, est dans son « effet sur la production des richesses ». Ceci nous paraît susceptible d'être interprété comme une tendance nouvelle vers une adaptation plus stricte et plus scientifique du mouvement du crédit à la production des richesses.

(1) Bulletin des Réserves Fédérales pour 1919, cité par Cassel.

Dans une autre phrase de ce rapport, nous croyons trouver une indication quant à la direction et quant aux étapes par lesquelles les Banques Fédérales de Réserve envisageaient de mener leur action. Le rapport dit que : « une déflation trop rapide et trop brusque irait à l'en-
« contre du but même d'un bon système de crédit par
« les inquiétudes qu'elle jetterait dans les esprits et par
« les réactions désastreuses que cette inquiétude aurait
« sur les industries productives ». Nous voudrions y voir corroborée l'hypothèse que nous avons émise plus haut quant au désir des Banques Fédérales de Réserve de procéder, en augmentant leur taux de l'escompte et en réduisant le volume de leur crédit en circulation, à une légère diminution des prix à laquelle on parviendrait par étapes successives, afin de causer le moins de perte possible aux détenteurs de stocks importants de quelques espèces de marchandises et de quelques matières premières.

Vers le milieu de 1920, apparurent les premiers symptômes de l'existence de stocks considérables de textile et de laine. La baisse des prix qui se dessinait alors avait été considérée par les détenteurs de ces stocks comme passagère et provisoire, et de ce fait résultait une certaine demande de crédit, afin de leur permettre de traverser la période de dépression qu'ils estimaient devoir être de courte durée. La politique des Banques Fédérales de Réserve paraît donc avoir eu pour but, au moins en partie, de provoquer une baisse du niveau général des prix ; il est vrai que lorsque la baisse eut atteint un certain degré d'importance, le Conseil fut d'avis qu'il fallait remonter le courant. Il s'était nettement avéré que la politique de déflation des Banques

Fédérales de Réserve avait dépassé le but qui lui avait été assigné et qu'elle avait bel et bien provoqué une crise sérieuse. Cette démonstration patente de l'impossibilité de contrôler l'évolution des prix par une politique de crédit dirigé, ne fut pas prise en considération sérieuse par les Dirigeants des Banques Fédérales de Réserve, et nous en trouvons la meilleure preuve dans le fait qu'ils estimèrent, par la suite, devoir continuer à suivre une politique semblable. La crise aurait simplement servi à ce que le Système améliorât sa technique de la direction du crédit.

Au cours de cette première crise, le Conseil avait parfois imprudemment modifié le total des crédits qu'il mettait en circulation, lequel provient de deux sources principales : le réescompte du papier commercial et les opérations sur le marché des titres. Au sujet de l'amélioration de la technique de la direction du crédit, M. Aftalion s'exprime dans les termes suivants : « Je recon-
« nais aussi qu'elles agissent (les Banques Fédérales de
« Réserve) maintenant sur le volume total des crédits
« beaucoup plus heureusement qu'elles n'avaient fait
« elles-mêmes en 1919 et 1921, durant le cycle qui s'est
« déroulé autour de la crise de 1920. En 1919, dans la
« phase d'ascension des prix lorsque progressaient les
« réescomptes auprès des Banques Fédérales de Ré-
« serve, lorsque se gonflait leur portefeuille commercial,
« qu'augmentaient les crédits consentis aux marchés, les
« Banques Fédérales de Réserve ont omis de vendre des
« titres pour exercer une action compensatrice et re-
« tirer du marché une partie des crédits alloués. Au
« contraire, elles ont acheté des titres aggravant par là
« l'inflation de crédit. En 1921, dans la phase de baisse

« des prix, au moins pendant les dix premiers mois, « elles ont vendu des titres en même temps et diminué « leur portefeuille commercial, accentuant la réduction « des crédits sur le marché. L'action compensatrice des « mouvements du portefeuille titres s'exerçant en sens « inverse de ceux du portefeuille commercial, n'ont « eu lieu qu'en 1922, tardivement, à quelques mois seulement de la crise. A partir de 1922 ou 1923, au contraire, cette politique compensatrice s'applique plus « systématiquement. Les Banques Fédérales de Réserve « visent à maintenir une certaine stabilité dans le montant total des crédits qu'elles consentent ».

Plus loin, M. Aftalion ajoute que depuis la crise, les Banques Fédérales de Réserve « s'efforcent d'empêcher « que ne varie trop fortement le total des crédits provenant de deux sources : le total de leurs deux grands « portefeuilles réunis » (1).

En effet, au cours des années 1920 et 1921, les variations du total des postes productifs des Banques Fédérales de Réserve furent considérables. A la fin d'Octobre 1920, ce total atteignit \$ 3.396.000.000, ce qui représente une augmentation de \$ 1.219.000.000 par rapport à la situation du total de ces postes à la fin du mois de Janvier 1919. A la fin du mois de Septembre 1921, ce même total se trouva réduit à \$ 1.662.000.000, ce qui représente une diminution de \$ 1.734.000.000, en comparaison de la situation précédente. Par contre, dans les années qui suivirent l'inauguration de la part des Banques Fédérales de Réserve de leur nouvelle politique, c'est-à-dire depuis 1922, ce même total des postes pro-

(1) Aftalion, Monnaie et Industrie, pages 95 et suivantes.

ductifs n'a enregistré que de très légères oscillations autour d'un chiffre de \$ 500.000.000 (1).

La réduction de l'ampleur de ces oscillations, nous paraît être due à plusieurs causes. Il y a d'abord une amélioration certaine de la technique même de la direction du crédit, mais en plus des perfectionnements dans le maniement de la monnaie dirigée, des changements importants paraissent s'être accomplis entre les années 1922 et 1929, en ce qui concerne l'emploi de ces deux moyens de la direction du crédit qui sont le taux d'escompte et les opérations sur le marché libre. Pendant les années qui gravitent autour de la crise de 1921, les Banques Fédérales de Réserve paraissent avoir poursuivi le dessein de maintenir un certain volume fixe du crédit qu'elles octroient à travers les actions qui s'opéraient en sens contraire du taux de l'escompte et des opérations sur le marché libre.

Toutes les fois qu'elles procédaient à des augmentations de leur taux de l'escompte et que, de ce fait, se raréfiaient les appels à leur crédit, pour compenser en quelque sorte la diminution des crédits qu'elles mettent en circulation, elles procédaient à des achats des titres afin de remettre dans la circulation une certaine partie des crédits qu'elles en avaient retiré. Inversement, toutes les fois que la situation exigeait un abaissement du taux de l'escompte, qu'il en résultait un accroissement sensible des demandes de crédit, pour en quelque sorte éponger le trop de crédit qui était entré en circulation, les Banques Fédérales de Réserve vendaient des titres pour reprendre une partie des crédits qu'elles venaient d'octroyer.

(1) Ces chiffres sont extraits du livre de M. Aftalion, *Monnaie et industrie*, page 96.

Dans les années postérieures à 1922, la manière d'opérer des Dirigeants du Système de Réserve s'est modifiée. Le taux de l'escompte et les opérations sur le marché libre sont autrement complémentaires les uns des autres : les opérations sur le marché libre servant à préparer en quelque sorte le terrain aux modifications du taux de l'escompte, et à rendre son action plus efficace. La cause principale de ce changement nous paraît résider dans le fait que les banques privées américaines, par suite de l'accroissement considérable de leurs dépôts, se sont rendues indépendantes des Banques Fédérales de Réserve, et que les modifications du taux de l'escompte de celles-ci n'ont pas eu la même efficacité qu'elles avaient à l'époque où les banques privées étaient dans une plus grande dépendance vis-à-vis du Système de Réserve.

En ce qui concerne les mouvements en sens contraires du portefeuille titres et du portefeuille commercial, dans lesquels certains économistes ont voulu voir une conséquence voulue de politique de crédit que poursuivaient les Banques Fédérales de Réserve, il nous semble qu'il faut plutôt y voir un des effets les plus naturels des modifications du taux de l'escompte et des opérations effectuées sur le marché libre. En effet, lorsque le taux d'escompte hausse et que les Banques Fédérales de Réserve ont vendu des titres pour stimuler l'action de cette hausse du taux de l'escompte, le portefeuille commercial croît, à cause justement des réescomptes que leur demandent les banques affiliées. Si les Banques Fédérales de Réserve pouvaient procéder à de tels relèvements du taux de l'escompte et si elles étaient en mesure d'effectuer des ventes aussi massives de titres

qu'elles pourraient théoriquement désirer, il s'ensuivrait logiquement un arrêt complet des demandes de réescompte ; à condition toutefois que les banques adhérentes ne possédassent pas cette faculté de demander à l'infini aux Banques Fédérales de Réserve de réescompter leur papier. Mais les banques adhérentes possèdent cette faculté de pouvoir demander presque toujours aux Banques Fédérales de Réserve de réescompter leur papier, et d'autre part, les Banques Fédérales de Réserves ne pouvant recourir à des mesures aussi radicales, il doit en résulter que, après chacune de leur mesure restrictive, le portefeuille commercial s'accroît pour une certaine somme. Toutefois, plus leur action est énergique, plus elles sont à même de réduire l'accroissement de leur portefeuille commercial.

Cette amélioration de la technique de la direction de la monnaie, nous semble donc être, en définitive, le seul résultat vraiment positif de l'expérience de 1920-1921.

Cette expérience, pour la résumer, nous paraît avoir été le fruit, aussi bien d'une volonté délibérément poursuivie par le Conseil de Réserve de s'opposer par les moyens dont il dispose aux progrès de l'inflation et à ses conséquences, que d'un complexe de circonstances sous l'empire duquel la première impulsion a été donnée à cette politique. Son développement a ceci de singulier que les buts qu'elle visait à atteindre paraissent s'être modifiés au fur et à mesure qu'elle se poursuivait. Chronologiquement, il nous semble qu'elle ait d'abord visé au maintien du pourcentage légal de couverture du Dollar, lequel avait été menacé par les exportations d'or de 1919 et de 1920.

Encouragées par un premier succès, les Banques Fé-

dérales de Réserve agissant aussi sous l'empire des nécessités, vu les progrès continus de l'inflation, songèrent à user des moyens monétaires dont elles disposaient, pour l'arrêter. Ce but a pu leur paraître d'autant plus aisément réalisable qu'une croyance à la nécessité d'un « retour à 1914 » était fort répandue dans le pays. Cependant, dans la poursuite de ces desseins, le Système de Réserve manqua de doigté, et son appréciation de la situation de l'heure fut erronée, au point de ne procéder qu'à des relèvements du taux de l'escompte manifestement insuffisants pour atteindre le but visé. L'évolution de la situation économique s'opéra contrairement à ses prévisions. Ce fait ne fut cependant pas pris sérieusement en considération, et on ne se demanda pas, si ce n'était pas là une preuve des difficultés que rencontre une politique de dosage et de direction des crédits, et même de son impossibilité absolue de parer aux effets des causes monétaires supposées de survenance des crises.

En définitive, le seul résultat positif de cette expérience, aura été un perfectionnement certain de la technique de la direction de la monnaie.

CHAPITRE II

La Monnaie dirigée

1°) La définition et les éléments constitutifs de la monnaie dirigée

La « monnaie dirigée », pendant la période qui va de 1923 à 1929, ne nous semble pas avoir été une doctrine monétaire rigide mais au contraire une méthode de politique monétaire pratiquée dans le cadre de l'étalon-or, qui, se perfectionnant à la lumière de l'expérience tendait toujours de plus en plus à s'adapter aux conditions changeantes de l'évolution économique américaine, afin d'éviter dans la mesure du possible, le retour des crises périodiques dues à la surproduction. Le moyen pour atteindre ce but consistait à assurer le parallélisme entre l'amplification du crédit et l'accroissement du volume de la production.

La brièveté de cette définition nous semble appeler quelques éclaircissements quant au sens de certains termes dont nous nous sommes servis. Le mot « méthode » est surtout employé comme antithèse à la notion de doctrine. Tandis qu'une doctrine représente un corps d'idées solidement enchaînées et bien définies, une méthode nous semble être plutôt une recette pratique. Une doctrine est essentiellement d'ordre intellectuel, tandis que c'est surtout l'empirisme qui préside à l'acquisition de certaines expériences qui constitue une méthode, une recette.

C'est parce qu'une politique de monnaie dirigée peut être pratiquée en dehors de l'étalon-or, que nous avons voulu mentionner plus haut que pendant les années

1923 à 1929 cette politique de monnaie dirigée des Banques Fédérales de Réserve s'était exercée et développée dans le cadre de l'étalon-or. La monnaie américaine était restée attachée à l'or à sa parité d'avant-guerre : l'once d'or fin continuait à valoir 20 \$ et la valeur d'un Dollar demeurait fixée à environ 1/20 d'once d'or exactement 23,22 grains.

En vérité, il faut rappeler que cette fidélité au système de l'étalon-or n'a constitué aucune entrave sérieuse pour la politique de monnaie dirigée qu'ont suivies les Banques Fédérales de Réserve, du fait de l'existence de réserves d'or extrêmement importantes et de la situation prépondérante qu'ont occupés les Etats-Unis sur le marché de l'or. Ainsi a pu être écarté cet auxiliaire tyrannique qu'est le souci de défense de l'encaisse, pour toute banque d'émission qui serait décidée à pratiquer une politique de monnaie dirigée, laquelle implique la possibilité d'une grande latitude dans l'établissement du taux de l'escompte.

Burgess rappelle l'existence d'une autre circonstance qui, parallèlement à l'accroissement du stock d'or, a dû certainement influencer sur le mode d'établissement du taux de l'escompte par les Banques Fédérales de Réserve. Ce serait un certain manque de précédents d'importance relatifs à la fixation du taux de l'escompte qui facilita les expériences auxquelles les Dirigeants des banques allaient se livrer (1). Cette méthode de politique monétaire qu'a été la monnaie dirigée nous apparaît ainsi comme le résultat d'un compromis entre la situation économique et le devoir qui incombe à une

(1) Burgess : Banques Fédérales de Réserve et le marché monétaire de New-York, page 207.

banque centrale, de par sa position dans le cadre général des institutions économiques nationales.

La situation de l'économie américaine au sortir de la guerre est trop connue pour être longuement décrite, et nous nous bornons à rappeler les faits les plus marquants qui l'ont caractérisée. La production américaine s'était démesurément accrue, d'abord grâce au fait que les Etats-Unis étaient restés neutres jusqu'en 1917 et que leur industrie avait travaillé à plein rendement pendant toutes ces années pour les nations européennes en guerre ; ensuite, même après la date de leur entrée en guerre, ces mêmes industries américaines ont continué d'approvisionner, en plus de ces mêmes nations européennes qu'elles fournissaient déjà, l'armée américaine qui se formait.

Cette productivité industrielle accrue, avait grandement contribué à relever les revenus de nombreuses classes de la population américaine, et indirectement à stimuler la consommation. Par la suite, l'inflation à laquelle dût recourir le Gouvernement des Etats-Unis, comme tous les Gouvernements belligérants d'ailleurs, pour financer l'équipement de leur armée en formation et de la guerre, ajouta ses effets à ceux de cette prospérité industrielle déjà existante.

Pendant les années 1914 à 1920, la production américaine s'accrut d'environ 25 %, de même que le volume considérable d'achats effectués par les Gouvernements alliés, dont la majeure partie fut financée au moyen du crédit, ne manquèrent pas de provoquer une demande croissante du crédit bancaire. Ainsi, les prêts et les escomptes des principales banques américaines, passèrent de \$ 15.339.000.000 en 1914 à \$ 22.515.000.000 au

milieu de 1918 et à \$ 31.208.000.000 au milieu de 1920. Les placements, principalement en actions et en obligations, qui atteignaient \$ 9.742.000.000 en 1918, passèrent à \$ 11.387.000.000 au milieu de 1920. De leur côté les prix augmentaient plus qu'en proportion, de cette inflation monétaire, et leurs mouvements, constatés par les indices des prix de gros et établis par les Bureaux de Statistiques du Travail, ont évolué ainsi : l'indice de l'ensemble des produits calculés sur la base de 1913 = 100, était au mois de Juin 1915 de 101, au mois de Juin 1918 de 194 et au mois de Mai 1920 de 247 (1) maximum qu'atteignit l'indice des prix américains depuis le commencement de la guerre et qui ne fut jamais dépassé par la suite.

Nous venons d'esquisser brièvement les traits saillants de la situation économique aux environs de 1920 aux Etats-Unis. Par ailleurs, comme nous l'avons rappelé plus haut (2), un des devoirs essentiels qui de par la loi incombe à une banque centrale, est la conservation de son encaisse. Dans des circonstances normales, cette préoccupation de défense d'encaisse constitue le plus souvent une limite plus ou moins étroite, selon que la banque est plus riche en or ou l'est moins, pour sa politique de l'escompte. Ce qui permit aux Banques Fédérales de Réserve de pratiquer une politique du taux de l'escompte ne tenant pas rigoureusement compte des mouvements de l'or, fut le phénomène de l'accumulation de l'or que nous venons de rappeler plus haut, et qui permit la constitution d'un stock d'or important qui

(1) Tous les chiffres sont extraits de l'article de M. George E. Roberts dans les Documents Sélectionnés soumis à la Délégation de l'Or.

(2) Voir page 21.

libéra les Dirigeants du Système de Réserve de tout souci de l'encaisse.

Ce stock d'or se chiffrait :

à la fin de 1914 à environ	\$ 1.800.000.000
à la fin de 1920 à —	\$ 2.926.000.000
à la fin de 1921 à —	\$ 3.660.000.000
à la fin de 1922 à —	\$ 3.929.000.000
à la fin de 1923 à —	\$ 2.244.000.000
à la fin de 1924 à —	\$ 4.499.000.000
à la fin de 1925 à —	\$ 4.399.000.000
à la fin de 1926 à —	\$ 4.492.000.000
à la fin de 1927 à —	\$ 4.379.000.000
à la fin de 1928 à —	\$ 4.141.000.000
à la fin de 1929 à —	\$ 4.284.000.000

De cette façon les Dirigeants des Banques Fédérales de Réserve ont pu se croire en mesure de tenter d'exercer leur influence dans le sens d'opérer un ajustement entre le volume démesurément accru des moyens de paiement qui se trouvèrent consolidés par suite de l'afflux d'or et celui de la production, lequel, bien qu'augmenté, l'était dans des proportions infiniment moindres que le volume des moyens de paiement. En effet, par la suite, c'est surtout vers ce but d'un meilleur ajustement entre ces deux volumes que tendit constamment la politique des Banques Fédérales de Réserve. Ici on pourrait se poser la question de la nécessité d'une intervention du Système Fédéral de Réserve.

Dans l'histoire économique américaine, il y a eu une époque où la situation avait présenté quelques ressemblances avec celle que nous venons de décrire et où par la suite, sans aucune intervention de cette nature du pouvoir central, peu à peu l'équilibre se rétablit sans qu'aucune déflation s'ensuivit. Il est vrai qu'à cette époque, après la guerre civile, les Etats-Unis bénéficièrent

d'un concours de circonstances exceptionnellement favorables qui permirent à ce pays de s'accommoder de l'énorme volume des moyens de paiement et aussi de l'accroissement futur considérable de la production.

D'après Cassel, les Etats-Unis « ont bénéficié d'offres « ininterrompues de capitaux européens et du travail « d'immigrants ; à la même époque, ils avaient à leur « disposition leurs propres ressources naturelles qui « n'étaient pas alors exploitées et dont ils ne pouvaient « profiter qu'avec l'aide de ces nouvelles forces de production ». Plus loin Cassel ajoute qu'aujourd'hui, à l'époque où il écrivit son livre, un tel concours de circonstances n'était pas à espérer, et qu'en plus il n'était pas possible de prévoir un pareil développement économique (1).

De plus, les toutes récentes expériences de déflation ont prouvé aux Dirigeants du Système de Réserve qu'il n'y avait pas à se tourner pour trouver la voie du salut vers « le retour à 1914 », et que la seule voie à suivre était celle d'une tentative vers un toujours meilleur et toujours plus scientifique gouvernement de la monnaie.

Le public aussi s'était familiarisé avec les questions monétaires, et les diverses modifications de la valeur de la monnaie n'ont pas été sans faire naître dans ce public plus attentif aux questions monétaires et économiques, le désir d'éviter le retour à de telles situations. L'idée de l'adoption nécessaire des mesures préventives pour empêcher la répétition de tels malheurs continuait à se répandre et forma bientôt un état d'esprit fort propice à des expériences qui ont, par la suite, été tentées dans cette direction.

Selon Fisher, c'est ainsi que naquit la conviction « que

(1) Cassel, La monnaie et le change après 1914, page 243.

« les grandes créatrices de monnaie sont aujourd'hui
« les banques centrales », et « que c'est d'elles que le
« public attend, à bon droit, une circulation monétaire
« suffisamment élastique pour s'adapter de très près au
« développement ou resserrement des affaires (1) ». Plus loin, dans le même ouvrage, Fisher exprime l'avis que « c'est ainsi qu'instruits par les récentes leçons et
« de la déflation plus désastreuse encore de 1920-1921,
« les Directeurs du Système Fédéral de Réserve, com-
« prenant que l'inflation et la déflation dépendaient en
« grande partie, du moins en temps de paix, de la vo-
« lonté humaine, résolurent d'exercer à l'avenir leur li-
« bre arbitre dans le sens correspondant à l'intérêt pu-
« blic. Une nouvelle politique venait de naître. A peine
« connue du public, à peine consciente d'elle-même,
« mais destinée je le crois à remplacer la politique tra-
« ditionnelle qui consistait à se laisser dériver au hasard
« au gré des marées monétaires supposées inévita-
« bles (2) ».

Pour notre part il nous paraît très vraisemblable, vu les circonstances, que les choses se soient passées ainsi, et que c'est par tâtonnement et par expériences successives que cette politique de monnaie dirigée a perfectionné son mécanisme et acquis sa technique.

Fisher voit une preuve de ce qu'il vient d'affirmer dans la création du Comité du marché libre en 1922. Ce même comité fut réorganisé en 1923 « avec mission
« essentielle de pourvoir aux besoins du commerce et
« des affaires et d'effectuer les achats et les ventes néces-
« sités par la situation générale du crédit ». Fisher

(1) Fisher, *L'illusion de la monnaie stable*, pages 100 et suivantes.

(2) Fisher, *op. cit.*, pages 105 et suivantes.

ajoute que « par cette formule le Système Fédéral de
« Réserve reconnaissait tacitement son devoir de con-
« trôler et de régler le crédit. Il semblait d'ailleurs
« étonné et même un peu effrayé de découvrir l'étendue
« de sa puissance à cet égard. Cette puissance conve-
« nablement exercée, fait, du Système Fédéral de Ré-
« serve, le service public peut-être le plus important
« du monde (1) ».

Le Rapport à la Société des Nations — *La Situation Economique Mondiale en 1931-1932* — rappelle que des changements importants se sont produits après la guerre dans l'organisation des banques centrales et en ce qui concerne la politique du crédit de ces banques. Les changements statutaires les plus importants tendent d'abord à une majeure centralisation des stocks d'or dans les réserves des banques centrales et à une augmentation de souplesse du système bancaire.

Mais ce sont surtout les considérations générales sur les causes qui ont nécessité de tels changements et qui sont développées dans cet ouvrage qui nous paraissent les plus intéressantes à citer. Le rapport traite d'abord de la nécessité de maintenir le niveau des prix atteint par l'inflation à cause de ce que « le monde s'était ac-
« coutumé à faire ses affaires sur la base des prix éle-
« vés que la forte expansion du crédit avait rendu pos-
« sible. Un retour à la politique monétaire suivie avant
« la guerre aurait forcément provoqué un resserrement
« du crédit encore plus marqué que celui de 1920-1921.
« Comme il était évident que la production des mar-
« chandises allait rapidement s'accroître, on s'atten-
« dait à une baisse de prix si la politique monétaire et

(1) Fisher, *op. cit.*, page 106.

« la politique bancaire n'étaient pas modifiées, en vue
« de permettre le maintien de larges facilités de cré-
« dit ». Ces circonstances obligerait les divers systè-
mes monétaires, lesquels se seraient vus « astreints à
« un contrôle plus poussé ou à une direction plus im-
« médiate, ce qui développa ou étendit les méthodes em-
« ployées par les banques centrales pour agir sur les
« marchés monétaires ».

Les considérations que développe cet ouvrage au sujet de l'emploi et du degré de l'importance relative du taux de l'escompte comme instrument de politique monétaire, sont des plus intéressantes. Le rapport, après avoir constaté l'importance particulière qu'ont les changements du taux d'escompte pour l'équilibre des comptes internationaux ajoute que « avant la guerre, lorsque la
« monnaie d'or circulait dans la plupart des pays et
« que la situation de l'encaisse or était le facteur es-
« sentiel qui déterminait la politique des banques cen-
« trales, les modifications du taux d'escompte réussis-
« saient généralement à provoquer dans le système des
« prix, des modifications qui maintenaient les comptes
« internationaux dans un équilibre constant ».

Le fait que les interventions sur le marché libre sont devenues après la guerre un élément important de la politique des banques centrales, caractérisait d'après ce rapport « la façon dont la monnaie était dirigée (1) ».

Ce n'est pas seulement la naissance de l'idée de la direction de la monnaie qui est due à une série d'expériences successives, mais ce sont aussi des avatars à peu près semblables qui ont perfectionné et donné leurs

(1) Situation Economique Mondiale en 1931-1932, pages 221 et suivantes.

formes définitives aux moyens techniques de cette politique. Ainsi, les opérations sur le marché libre auraient, d'après M. Rist, une origine des moins reluisantes. Au sujet des débuts de cette pratique d'achats et de ventes, M. Rist s'exprime ainsi : « d'ailleurs l'origine de ces
« achats et de ces ventes de titres par les Banques Fédérales de Réserve, n'a rien d'extrêmement reluisant.
« Lors de la crise de 1922, il n'y avait plus d'escompte
« à faire et les anciens crédits étaient remboursés. Les
« Banques Fédérales de Réserve n'avaient donc plus
« de ressources pour payer leurs frais généraux ; c'est
« alors qu'elles ont eu l'idée d'acheter des titres sur
« le marché où ils étaient très abondants ; les Banques
« Fédérales de Réserve se sont ainsi remplies de titres
« sur lesquels elles touchaient des intérêts, elles se sont
« ainsi créés des revenus suffisants pour faire face à
« leurs frais généraux : voilà l'origine de ces opérations
« d'achats de titres sur le marché. Lorsque ensuite la
« crise prit fin, lorsque l'essor a repris et qu'on a pu
« craindre que l'essor ne reprenne trop vite, les Banques Fédérales de Réserve se sont aperçues qu'elles
« pouvaient exercer une action sur le marché en revendant ces titres ; elles se sont aperçues que toutes les
« fois qu'elles vendaient ces titres sur le marché, les
« banques adhérentes venaient à l'escompte, c'est-à-dire
« qu'en vendant les titres elles diminuaient les disponibilités du marché, et cette diminution poussait les
« banques à chercher de l'argent ailleurs que sur le
« marché, à s'adresser aux Banques Fédérales de Réserve sous forme de demande de réescompte. Les
« Banques Fédérales de Réserve se sont ainsi rendues
« compte que la possession de titres leur donnait un

« moyen d'action efficace sur le marché ; c'est à partir
« de ce moment qu'elles ont fait, de cette opération
« d'achat et de vente de titres, une de leurs opérations
« principales (1) ».

L'usage du taux d'escompte comme moyen de politique monétaire est fort ancien ; les banques nationales américaines avant 1913 s'en sont servi fréquemment, surtout dans un but de protection d'encaisse. Mais depuis l'époque où les Dirigeants des Banques Fédérales de Réserve ont pris la résolution d'élargir le domaine de leur politique, ils ont dû naturellement donner un autre but à leur politique d'escompte. Pour que les modifications du taux d'escompte soient utiles à cette nouvelle politique, elles doivent nécessairement se produire avant que l'évolution de la situation économique en cours soit terminée. D'autre part cette intervention doit se produire d'une façon plus radicale, les banques n'ayant plus en vue uniquement la défense de leur encaisse d'or. Dorénavant elles se serviront du taux d'escompte comme d'un moyen pour donner à l'évolution de la situation économique une direction voulue, les modifications du taux d'escompte ne devant plus avoir pour but de remédier à une situation déjà formée, mais plutôt d'empêcher une évolution jugée défavorable.

L'évolution de la pratique bancaire en ce qui concerne le taux d'escompte, se serait définitivement produite après 1920, quand il a fallu aussi attribuer, paraît-il (2), l'intensité de la dépression à leur tardive résolution d'augmenter le taux d'escompte. En ce qui concerne le taux d'escompte, moyen de politique mo-

(1) Cours de M. Rist 1931-1932.

(2) Cassel, *op. cit.*

nétaire déjà anciennement connu, les modifications que les expériences d'après-guerre ont provoquées, consistaient surtout dans la plus grande promptitude avec laquelle les Dirigeants des banques devront user du taux d'escompte par rapport à la situation en cours de formation. Dorénavant les modifications du taux de l'escompte doivent se produire avant que l'évolution en cours soit terminée et ont pour but, justement, d'empêcher l'accomplissement d'une évolution jugée indésirable, et non plus de pallier aux effets d'une situation économique défavorable pour leur encaisse déjà existante.

C'est ainsi que les Banques Fédérales de Réserve auraient renoncé à des conceptions vieilles sur le rôle qu'elles doivent tenir dans la vie économique du pays. Le Conseil aurait compris que, dorénavant, il avait la mission autrement plus importante de diriger et d'assurer le volume de crédit suffisant et constant pour l'augmentation de la production du pays.

La nouvelle politique que les Banques Fédérales de Réserve inaugurèrent en 1922, consiste à mettre en mouvement un mécanisme bancaire tel que leurs possibilités de crédit qui sont pratiquement illimitées, puissent toujours servir à fournir aux affaires des disponibilités suffisantes dans la mesure du nécessaire, tout en ayant en vue le devoir qui leur incombe de ne pas encourager un emploi excessif du crédit. Les Banques Fédérales de Réserve décidèrent de favoriser l'ajustement constant du volume du crédit à celui que nécessite le volume de la production et le volume des transactions commerciales. Le but qu'elles se proposaient d'atteindre était de créer une atmosphère de stabilité des prix.

Les Dirigeants des Banques Fédérales de Réserve n'ont jamais poursuivi la stabilité du niveau de tous les prix, ils s'en sont au contraire défendus et ont considéré que les prix des marchandises particulières pouvaient et devaient avoir la possibilité de varier, mais que c'est l'indice du niveau général des prix qui devait garder le plus de stabilité possible.

L'usage d'un indice comme régulateur de la politique bancaire peut ainsi apparaître comme le meilleur instrument de la stabilisation des prix. D'ailleurs, cet indice général des prix n'est qu'une fiction, une construction abstraite de mathématiques monétaires ; il comprend une multitude de prix de marchandises particulières qui toutes peuvent varier dans le sens soit de la hausse soit de la baisse, mais le désir des Dirigeants des Banques Fédérales de Réserve a été qu'il se produise toujours une compensation de façon que ce niveau général restât à peu près constant.

Nous avons fait allusion plus haut à l'atmosphère de stabilité des prix que s'efforçait de créer cette nouvelle politique des Banques Fédérales de Réserve. Cette nouvelle tendance trouva dans le pays une diffusion d'autant plus facile que se formèrent à cette époque, aux Etats-Unis, de nombreuses associations qui se donnaient comme but de leur activité, de soutenir dans l'opinion publique cette nouvelle politique. Parmi ces associations, la plus connue et la plus importante par le nombre et l'influence de ses membres, était la Stable Monay Association.

D'autre part, des projets de loi furent soumis au Congrès, par exemple le projet de loi Strong dont l'objet était de rendre possible la politique avouée de stabili-

sation tout en laissant aux Dirigeants des Banques Fédérales de Réserve assez d'indépendance devant le choix des moyens les meilleurs pour assurer cette stabilisation. Le but essentiel de cette nouvelle politique de monnaie dirigée, consistait dans ce qu'elle se proposait de supprimer les crises périodiques qui survenaient aux Etats-Unis et dans le monde, à des intervalles à peu près réguliers d'environ sept ans. Le tout était de voir si les moyens de cette politique étaient capables d'assurer aux Dirigeants des Banques Fédérales de Réserve l'initiative des mouvements du crédit, et s'il est possible, en agissant sur l'offre du crédit, de parvenir à de tels résultats.

Nous croyons utile de citer, au sujet de la politique qu'ont poursuivie les Banques Fédérales de Réserve au cours de cette dernière période décennale, l'intéressant exposé qu'un des Dirigeants mêmes des Banques Fédérales de Réserve a fait en 1926 devant la Chambre des Représentants du Congrès des Etats-Unis. C'est ainsi que le Gouverneur Strong expliqua les raisons directrices de la politique des Banques Fédérales de Réserve : « Nous avons cherché par notre politique, tout
« d'abord à accélérer le processus de remboursement à
« une banque fédérale par la banque adhérente des
« sommes qu'elle avait emprunté, de manière à écar-
« ter tout danger d'illiquidité ; en second lieu, nous
« avons cherché à donner aux Banques Fédérales une
« activité qui ne serait pas automatiquement liquidée
« comme résultat des importations d'or, de sorte que si
« plus tard une inflation se développait par suite de
« trop grosses importations d'or, il fut possible d'arrê-
« ter en partie, par des ventes de titres, cette exporta-
« tion, forçant ainsi les banques adhérentes à emprun-

« ter aux Banques Fédérales de Réserve, rendant ainsi
« les taux de l'escompte des Banques Fédérales de Ré-
« serve effectifs. En troisième lieu, nous avons suivi
« cette politique d'achat de titres sur le marché, en vue
« de faciliter un changement dans les relations du taux
« d'intérêt entre New-York et Londres, sans provoquer
« de l'inflation, de manière à établir un niveau d'inté-
« rêt un peu plus bas aux Etats-Unis où les prix avaient
« une tendance à la baisse, où le danger de désorgani-
« ser les prix des marchandises était le plus éloigné
« possible. En quatrième lieu, nous avons cherché à at-
« tirer les emprunts étrangers vers notre marché, de
« manière à faciliter les crédits nécessaires pour facili-
« ter à leur tour les exportations, en particulier les
« exportations des produits agricoles. En cinquième lieu,
« nous avons désiré apporter l'assistance la plus large
« possible à la stabilisation, surtout du Sterling, et à la
« reprise des paiements en or en Grande-Bretagne. En-
« fin en sixième lieu, nous avons cherché à enrayer des
« difficultés dans la situation bancaire de l'ouest et du
« nord-ouest du pays et à prévenir ainsi les résultats
« désastreux qu'auraient eus des faillites et des ban-
« queroutes (1) ».

Nous venons de donner un bref aperçu des principes directeurs de la politique monétaire qu'ont suivie les Banques Fédérales de Réserve dans l'intervalle des deux dernières crises cycliques, et de leurs moyens d'actions, destinés à remédier au changement du pouvoir d'achat du Dollar. Cette politique bancaire était surtout destinée à éviter les violentes fluctuations du pouvoir d'achat, et tendait à l'établissement d'une stabilité re-

(1) Emprunté au cours de M. Rist 1931-1932.

lative des prix basée sur l'étude de l'indice des prix d'un certain nombre de marchandises et de services les plus représentatifs. L'indice que publie la Banque Fédérale de Réserve de New-York est calculé par un économiste connu, Carl Snyder, et construit d'après les indices particuliers des prix des biens, marchandises et services de toutes sortes, y compris les actions, les obligations, les immeubles, les salaires, les rentes et les frêts. L'indice qu'a à sa disposition le Conseil de Réserve, englobe un plus grand nombre encore d'indices particuliers, notamment celui du volume du commerce, des comptes débiteurs des banques, de la vitesse de circulation des dépôts, de commerce de gros et de détail, et des faillites.

La Délégation de l'Or s'est prononcée favorablement au sujet de l'utilité d'une politique de stabilisation. Elle exprime l'avis qu'une politique monétaire qui se propose d'exercer une influence stabilisatrice sur les prix en déterminant le volume du crédit, peut avoir une influence bienfaisante, si toutefois la situation générale le permet. « Nous reconnaissons toutefois que la politique monétaire, en déterminant le volume du crédit, peut exercer une influence importante sur l'établissement du niveau des prix, si la situation générale le permet. C'est pourquoi nous estimons que lorsque la restriction du crédit a été poussée à l'extrême pour une raison ou une autre, la banque centrale a le droit et même le devoir de recourir aux moyens d'action dont elle dispose pour arrêter un resserrement excessif de crédit. Nous croyons même que dans certains cas, la banque centrale doit prendre l'initiative et favoriser un plus large recours au crédit (1) ».

(1) Rapport de la Délégation de l'Or, paragraphe 176.

Nous croyons discerner dans ce passage une approbation pour la politique de monnaie dirigée, évidemment dans les limites qu'impose la situation qui se présenterait en pratique.

La Délégation de l'Or reconnaît plus loin, que les économistes sont loin d'être unanimes au sujet des causes de ces fluctuations cycliques et des possibilités de les maîtriser par des moyens monétaires. « Les économistes de presque toutes les écoles sont d'accord pour estimer qu'il convient d'éviter des fluctuations de prix aussi violentes que celles que nous avons connues au cours de l'inflation qui a sévi pendant la guerre et après la guerre, ainsi qu'au cours de la déflation si accentuée qui s'est produite après 1929. Toutefois il y a désaccord sur les causes de ces fluctuations et plus encore sur les possibilités de les maîtriser par des moyens monétaires (1) ».

Plus loin dans son rapport, la Délégation reconnaît que, si l'on est unanimement d'accord sur l'utilité qu'il y a d'éviter les perturbations des prix dues à des facteurs monétaires, par contre, certains économistes « voudraient aller plus loin et se servir de la politique monétaire pour corriger les fluctuations du niveau général des prix de quelque manière qu'elles se produisent ». La majorité des membres de la Délégation se rallie cependant à l'opinion « qu'il n'est ni possible ni souhaitable de corriger, par le jeu d'une politique monétaire, les fluctuations du niveau des prix qui sont dues à des causes d'ordre non monétaires (2) ».

(1) Rapport de la Délégation de l'Or, paragraphe 177.

(2) Rapport de la Délégation de l'Or, paragraphe 183.

Cette manière de voir de la majorité des membres de la Délégation est expliquée et commentée dans un paragraphe suivant : « Bien que nous attachions la plus
« grande importance aux efforts qui sont faits en vue
« d'arriver à ce résultat (la stabilité des prix), et que
« nous soyons fermement convaincus que des fluctua-
« tions étendues des prix et le retour des dépressions
« économiques constituent à l'heure actuelle la plus
« grande menace pour tout le système économique, nous
« désirons pourtant formuler nettement les considéra-
« tions suivantes :

« 1° — nous ne croyons pas qu'il soit possible d'éviter
« toutes les oscillations du niveau général des prix, et
« 2° — nous savons fort bien que même ce minimum
« de stabilité que nous souhaitons de réaliser ne sau-
« rait être obtenu uniquement au moyen d'une politi-
« que monétaire ».

« La stabilité du niveau des prix dont nous considé-
« rons la réalisation comme pratique est une stabilité
« relative mais non absolue des prix de gros des mar-
« chandises mesurée par les mouvements de ces prix
« pendant un grand nombre d'années. Nous ne croyons
« pas qu'il soit possible de supprimer tout à fait les
« fluctuations à courte amplitude du niveau des prix,
« mais nous croyons qu'on pourrait sensiblement atté-
« nuer la gravité de ces fluctuations si la tendance sé-
« culaire des prix demeurerait relativement stable. Nous
« ne pensons pas non plus que le minimum de stabilité
« possible soit incompatible avec ces déplacements
« lents de la tendance séculaire qui oriente les prix
« vers la hausse ou vers la baisse. Ce qu'il faut éviter
« dans toute la mesure du possible, ce sont des fluctua-

« tions de prix aussi violentes que celles auxquelles on « a assisté récemment (1) ».

Si la Délégation de l'Or continue à préconiser cette méthode de politique monétaire, malgré les récentes expériences qui en ont démontré l'inefficacité, c'est, du moins le croyons-nous, avec l'idée que chacun devrait tenter d'agir par les moyens dont il dispose pour éviter la répétition des dépressions cycliques. Il nous semble aussi y trouver l'aveu que, dans les circonstances économiques actuelles, il est difficile d'imaginer une autre politique monétaire qui réponde aux exigences de l'heure.

La Délégation préconise l'emploi des moyens de politique monétaire pour neutraliser les effets des causes monétaires de survenance de crise, et cela nous semble correspondre à l'idée qu'ont dû probablement avoir les Dirigeants des Banques Fédérales de Réserve, lorsqu'ils adoptèrent la politique monétaire qu'ils croyaient apte à atteindre ce même résultat. Celle-ci se serait efforcée, nous semble-t-il, de supprimer surtout celles des causes de survenance de crise qui résultent de la théorie quantitative de la monnaie.

Les adeptes de cette théorie voient la cause des crises périodiques, dans les fluctuations du « besoin de monnaie » provoquées par l'inégale allure dans l'accroissement de la quantité de monnaie et de marchandises. Les économistes partisans de la théorie quantitative affirment que les prix des marchandises dépendent, non seulement des quantités monétaires seules, mais des quantités comparées de monnaie et de marchandises,

(1) Rapport de la Délégation de l'Or, paragraphes 183, 185, 186.

ce que M. Aftalion appelle « le degré de satisfaction du besoin de monnaie » (1).

Suivant cette explication monétaire des causes de la survenance des crises, celle-ci résiderait dans le fait que pendant la durée d'un même cycle, le processus économique traverserait trois phases différentes.

Au cours d'une première phase, il y aurait un excédent de monnaie par rapport à la production ; cette situation provoquerait une hausse de prix, laquelle à son tour stimulerait la production tant qu'un équilibre ne s'établirait pas entre ces deux facteurs, ce qui constitue la seconde phase du processus. Au cours de la phase finale du même processus, la production des marchandises augmenterait plus rapidement que ne peut le faire la quantité de la monnaie. Il en résulte la situation où une quantité accrue de marchandise devrait être échangée, faute d'une masse de monnaie suffisante, contre moins de monnaie qu'il ne faudrait pour que ces échanges s'effectuent à leur ancien taux. Un volume supérieur de transactions devrait se faire au moyen d'une quantité de monnaie insuffisante, et la conséquence naturelle en serait la hausse de la valeur de la monnaie et la baisse des prix.

Pour se servir d'une phrase de M. Aftalion « la rarefaction relative de la monnaie augmenterait sa valeur ». Au sujet de cette affirmation des partisans de la théorie quantitative, M. Aftalion mentionne que d'après ceux-ci il ne faudrait pas invoquer « une surproduction « de marchandises, un excès des produits par rapport « à la monnaie. La crise de dépression ne devrait être « attribuée qu'à une insuffisance monétaire (2) ».

(1) Aftalion, Crises périodiques de surproduction, Tome II, page 305.

(2) Aftalion, *op. cit.*, pages 305 et suivantes.

M. Aftalion résume l'enseignement de la théorie quantitative en disant que d'après celle-ci « au moment des « crises, co-existent la pénurie de monnaie et la sur-
« production des marchandises. Les symptômes de l'in-
« suffisance de la monnaie, l'élévation du taux de l'es-
« compte et du taux de l'intérêt, déjà signalés pendant
« la prospérité, atteignent au moment de la crise leur
« plus grande intensité (1) ».

2°) La monnaie dirigée et la théorie quantitative

L'objet principal d'une politique de monnaie dirigée consiste justement à enlever à l'appareil bancaire ce trop de rigidité qui empêche les banques de fournir à tout instant au volume de transactions le volume correspondant de monnaie, et tous ses efforts tendent à assurer un parallélisme entre l'amplification du crédit et l'accroissement des transactions. Mais, bien qu'ayant poursuivi une politique semblable, les Banques Fédérales de Réserve n'ont pas réussi à empêcher l'éclatement de la crise au mois d'Octobre 1929.

Nous exposerons dans un chapitre suivant les obstacles qui, croyons-nous, ont empêché la politique des Banques Fédérales de Réserve de produire tous les effets qu'on a escompté d'elle. En plus de l'existence des causes spécifiques d'échec de cette politique, il y a le fait que celle-ci a reposé sur la théorie quantitative, laquelle vient de subir de tels démentis au cours de la dernière décade, que la croyance en son enseignement s'en trouve des plus ébranlée.

Néanmoins il se trouve des économistes qui prétendent « que c'est la théorie quantitative qui unit mon-

(1) Aftalion, *op. cit.*, page 315.

« naie et économie », et qu'elle exprime « cette loi
« naturelle en vertu de laquelle les prix varient en rai-
« son directe de la quantité de monnaie en circula-
« tion (1) ».

L'enseignement de cette théorie mérite d'autant plus d'être examiné de près que le Conseil Fédéral de Réserve, bien que se défendant d'avoir pratiqué une politique de monnaie dirigée, semble cependant le reconnaître implicitement, du moins par la voix de quelqu'un très bien placé pour être parfaitement au courant des desseins de la politique monétaire américaine.

C'est ainsi que Burgess est d'avis qu'une « politique
« du taux (d'escompte) qui, toute chose restant égale,
« s'emploie à raffermir les conditions monétaires lors-
« que les affaires sont très actives, et à rendre l'argent
« plus aisé lorsqu'elles subissent une dépression, peut
« être considérée comme susceptible de fournir un
« moyen efficace de contribuer à réduire les fluctuations
« du cycle des affaires (2) ».

Plus haut (3) nous nous sommes efforcés d'analyser les causes et les conditions d'application d'une semblable politique monétaire. Nous avons soutenu qu'elle avait été imposée par les circonstances aux Banques Fédérales de Réserve ; celles-ci se trouvant dans la nécessité de chercher une voie d'issue à une situation délicate, cette politique apparut comme la seule possible. Mais nous croyons qu'il est aussi incontestable que ce qu'a fait surtout ressortir l'histoire monétaire pendant la guerre et dans les premières années de l'après-guerre, est l'importance du facteur « quantité » pour la valeur

(1) Pose, De la théorie monétaire à la théorie économique.

(2) Burgess, Les Banques Fédérales de Réserve et le marché monétaire de New-York, pages 218 et 219.

(3) Voir page 61.

de la monnaie. La hausse des prix pendant les années d'inflation avait été trop exclusivement attribuée à l'augmentation de la quantité de la monnaie. Ce facteur a été, après la guerre, rangé parmi les faits primordiaux du domaine monétaire et il nous paraît assez naturel qu'il soit devenu, par la suite, une des préoccupations essentielles de toutes les banques centrales.

Cependant, en examinant de plus près la chronique monétaire des années de l'inflation, apparaissent de nombreux faits qui battent en brèche la théorie quantitative. D'abord, dans la première phase de l'inflation, il se produisit des discordances dans les divers pays entre le niveau des prix et le volume de la circulation. Dans cette phase de l'inflation, le niveau des prix restait généralement en arrière de l'augmentation du volume de la circulation ; lorsque ensuite l'inflation avait atteint une certaine ampleur, et jusqu'à un certain moment de cette évolution, les prix augmentaient au fur et à mesure des nouvelles émissions. Dans cette seconde phase, ont pu être enregistrées des concordances entre les niveaux successifs des prix et les chiffres successifs des émissions. Dans une troisième phase de l'inflation, lorsque les émissions continuaient sans aucun contrôle, ce sont les prix qui, sous l'influence du change, prenaient de l'avance sur la circulation. Les choses se passaient comme si c'étaient les changes qui, par leur hausse suivie, entraînaient à leur tour les prix et le volume de la circulation (1).

Il serait d'un plus haut intérêt d'analyser la façon dont les Dirigeants des Banques Fédérales de Réserve ont manié ce facteur « quantité » et de déterminer si

(1) Aftalion, Monnaie, prix et change.

elles se sont conformées, et pour combien, aux enseignements de la théorie quantitative, d'autant plus que la toute récente histoire monétaire a sur beaucoup de points ébranlé cette théorie.

La théorie quantitative se présente actuellement sous deux aspects. La plus simple des formules qui représente l'enseignement de cette théorie, n'est qu'une constatation d'un état de fait. C'est un raisonnement simple et qui ne fait que traduire dans une forme mathématique cette vérité, que dans une économie monétaire, la valeur de la quantité de monnaie en circulation dans un pays doit correspondre, à tout moment, à la valeur totale des échanges qui s'effectuent dans ce pays. Sous cette forme, la formule de la théorie quantitative a été donnée par Irving Fisher : c'est sa célèbre équation de l'échange :

$$M V + M' V' = P T$$

Il est évident que la théorie quantitative sous cette forme, bien qu'elle exprime un rapport général conforme à la logique des choses, n'est pas capable de clarifier les éléments de la valeur de la monnaie. Dans l'hypothèse où il s'agirait de la monnaie métallique, celle-ci possède d'abord une valeur propre, intrinsèque, qui est déterminée pour les pays qui possèdent des gisements aurifères, par le coût de production.

Nous ne trouvons pas dans la formule de Fisher, ce facteur indéclinable de la valeur normale d'une monnaie métallique : son coût de production. Pour les pays importateurs, il y a un nouveau fait dont les effets s'ajoutent au coût de production et qui détermine la valeur de la monnaie métallique dans ces pays : c'est le prix d'importation. Donc en admettant l'hypothèse d'une

circulation métallique, il ne nous paraît pas possible d'admettre la formule de Fisher sans cette réserve qu'elle ne peut évidemment valoir qu'entre les limites des prix de production du métal. On ne peut donc dire que la valeur de la monnaie métallique soit exclusivement dans le rapport qui existe entre sa quantité et le volume total de transaction, sans ajouter que cette formule qui tend à déterminer la valeur de la monnaie, ne joue qu'entre les limites des prix de production du métal.

Cette remarque nous paraît d'importance lorsqu'on aborde l'analyse de la politique monétaire d'une banque centrale qui se propose d'aménager arbitrairement le pouvoir d'achat de sa monnaie, tant que ce pays demeure rattaché à l'étalon-or. La condition fondamentale pour toute politique d'aménagement du pouvoir d'achat tant que le pays où elle est pratiquée reste parmi ceux qui se soumettent à l'étalon-or, c'est que le pouvoir d'achat de la monnaie se maintienne au même niveau que celui de l'or. Cependant les Banques Fédérales de Réserve, grâce aux circonstances auxquelles nous avons fait allusion plus haut, n'ont pas dû se soucier, dans la détermination de leur politique, de la valeur de l'or. Pendant toute cette période d'entre les deux crises, ce fut la valeur du Dollar qui déterminait celle de l'or, la valeur de l'or augmentait parallèlement à la valeur du Dollar, tant que celle-ci haussait.

La formule de Fisher nous paraît être avant tout une représentation schématique des différents facteurs qui influent sur la valeur de la monnaie : elle n'établit cependant pas une hiérarchie des influences de ces différents facteurs sur cette valeur, et elle a pu induire en

erreur et invertir les rapports qui existent entre les variations monétaires et les variations des prix.

Cette première formule ayant été manifestement incapable d'expliquer les différentes variations dans la valeur de la monnaie, qu'on a pu enregistrer ces dernières années, les partisans de la théorie quantitative entreprirent de la compléter par l'introduction de nouveaux facteurs possibles de variations de la valeur de la monnaie. L'évidence même des faits prouvant abondamment que les seules variations de la quantité de monnaie n'étaient pas suffisantes pour expliquer les diverses modifications de sa valeur, on chercha à expliquer celle-ci par l'influence possible des variations d'autres facteurs de la monnaie, comme sa vitesse de circulation, ainsi que les variations du volume de transactions.

M. Aftalion reconnaît (1) que cette nouvelle formule permet d'éliminer, ou du moins d'expliquer, certaines causes de discordances qu'on a pu constater entre le volume de la circulation et les prix. Ce que la nouvelle formule cherche surtout à souligner, c'est le fait que les mouvements des prix peuvent dépendre aussi des changements des facteurs nouvellement mentionnés, sans qu'il se produise une augmentation apparente de la circulation. Par exemple les changements dans la vitesse de la circulation de la monnaie peuvent être fort importants : ils peuvent aller de la thésaurisation, qui est un arrêt complet de la circulation, jusqu'à la fuite devant la monnaie, qui est son opposé et qui représente pratiquement le cas de la plus grande vitesse de la circulation de la monnaie qu'on puisse enregistrer. Il est facile

(1) Aftalion, Monnaie, prix et change, pages 122 et suivantes.

d'imaginer de nombreux stades intermédiaires entre ces deux limites extrêmes de variations dans la vitesse de circulation de la monnaie, celui qui résulterait d'un plus fort emploi des chèques, ou un autre qui serait la conséquence d'une intempestive restriction de crédit pendant une forte période d'essor de productivité.

De la première équation de Fisher :

$$M V + M' V' = P T$$

on peut tirer la nouvelle équation de l'échange dans laquelle on ferait intervenir un nouveau facteur de la valeur qui est le volume de transaction. Sous cette seconde forme, l'équation de l'échange se présente ainsi :

$$\frac{M V + M' V'}{T} = P$$

Pour les partisans de la théorie quantitative, qu'il s'agisse de sa formule primitive ou de sa formule complétée, c'est toujours le côté gauche de l'équation qui détermine la valeur de la monnaie ; c'est toujours le côté monétaire de cette formule qui met en mouvement l'action causale. Toute la difficulté du problème, pour une banque centrale qui serait décidée à baser sa politique de crédit uniquement sur la théorie quantitative, consisterait à adapter son mécanisme de crédit à cette nouvelle explication de la théorie quantitative.

La chronique monétaire des dernières années est pleine d'événements qui ont mis en défaut si souvent la théorie quantitative, surtout sous son aspect simple, qu'il nous paraît qu'une banque centrale décidée à pratiquer une politique de monnaie dirigée, doit avant tout s'appliquer à mettre en mouvement tous les facteurs moné-

taires de la formule quantitative, capables d'influer sur la valeur de la monnaie. La politique de crédit de cette banque devrait être établie d'une façon si judicieuse que la répartition de crédit entre la production et la consommation soit constamment en équilibre ; l'extension de celle-ci devrait être à tout moment, assurée de débouchés suffisants.

Ce souci d'équilibrer les crédits à la production avec ceux accordés à la consommation, posent le problème de l'orientation du crédit. Nous aborderons ce problème spécialement en ce qui concerne la façon dont les Banques Fédérales de Réserve l'avaient résolu, dans un prochain passage.

Deux hypothèses sont surtout à envisager quand on veut aborder l'étude de l'influence que peut théoriquement exercer une banque centrale en agissant par l'offre de la monnaie sur sa valeur. Une première hypothèse peut se présenter de la façon suivante : la banque centrale estime que le niveau des prix est trop haut pour l'économie du pays et que son devoir est d'agir sur le niveau des prix dans le sens de la baisse. Elle restreint les crédits tant à la production qu'à la consommation en vue d'atteindre ce but. Les Dirigeants de cette banque doivent posséder un doigté exceptionnel pour ne pas provoquer de déflation violente, en restreignant ainsi les crédits, et les leçons qu'on peut tirer de l'expérience des Banques Fédérales de Réserve sont assez édifiantes pour les possibilités d'une telle action. Celle-ci ne doit pas être ni brusque, ni de trop grande envergure, et doit consister, nous semble-t-il, plutôt à réfréner une trop rapide évolution des prix vers la hausse,

à ralentir la hausse, que de provoquer une baisse. Toute action de déflation est extrêmement dangereuse, parce que atteignant un trop grand nombre d'individus intéressés au maintien d'un certain niveau des prix qui a servi à l'établissement d'un trop grand nombre de contrats. Par ailleurs, en plus de ces considérations pratiques, la politique des Banques Fédérales de Réserve après la crise de 1921-1922, ne nous paraît jamais avoir tendu vers l'abaissement du niveau des prix pour des raisons de doctrine. Il se dégage de leur politique l'impression qu'elles se sont toujours efforcées de maintenir un niveau des prix minima, au delà duquel ceux-ci ne devaient jamais descendre.

L'existence d'une situation pratique qui correspondrait à cette hypothèse ne s'est pas vérifiée. Il est possible d'en rechercher une première raison dans le fait que le niveau des prix américains s'est maintenu dans l'intervalle des deux crises, assez près du minimum atteint lors de la crise de 1921, et que par ailleurs, les Banques Fédérales de Réserve ne se sont jamais trouvées dans l'obligation d'exercer leur influence dans ce sens. Toutes les actions restrictives qu'elles avaient entreprises tendaient plutôt à réfréner une hausse jugée trop rapide et par là dangereuse pour l'évolution future, que d'agir véritablement dans le sens d'une déflation.

Reste l'hypothèse où les banques se seraient décidées à stimuler une tendance de hausse de prix en augmentant le volume des crédits en circulation. Toute hausse de prix n'étant consécutive qu'à une augmentation de la demande des marchandises, et afin que celle-ci se produise, elle doit être précédée par une augmentation

des revenus des consommateurs. Le fond de ce problème pour une banque centrale qui entreprend une pareille expérience, consiste à faire passer une certaine proportion des crédits nouvellement alloués dans les revenus des consommateurs.

3°) Le problème de la direction du crédit

Nous avons fait allusion plus haut à ce que cette question peut être ramenée à celle de la répartition équilibrée de ces nouveaux crédits, entre la production et la consommation. Il nous semble, avant tout, que les possibilités d'une action semblable trouvent leurs limites d'un côté dans la saturation des besoins du public, et d'un autre côté dans la hausse comparée des prix et des revenus. Si les prix, par suite principalement du niveau où ils étaient antérieurement à l'action de la banque centrale, atteignent un tel niveau de hauteur que les revenus même augmentés ne sont plus suffisants pour entretenir un volume accru de la consommation, une baisse est inévitable et la tentative qu'avait entreprise la banque centrale se trouve avoir porté à faux. Une pareille situation peut se trouver encore aggravée par l'impossibilité où se trouve une banque centrale de surveiller la répartition de ses crédits entre les industries qui en ont le plus besoin et qui possèdent le plus de possibilités de débouchés.

A cet égard, ce qui s'est passé après 1927 aux Etats-Unis, nous semble suffisamment probant. Là, la grande expansion de crédit de 1927, se déversa surtout dans certaines industries (fer, acier, automobiles, T. S. F.) qui augmentèrent leur production dans de telles propor-

tions que cette situation ne manqua pas de précipiter l'éclatement de la crise.

La conclusion qu'on peut tirer de la dernière expérience américaine est que les Banques Fédérales de Réserve n'ont pas été à même de donner à leur crédit une direction désirée et qu'elles ne sont pas parvenues à éviter, par la direction du crédit, une surproduction partielle des marchandises. Ceci représente un des démentis les plus décisifs pour l'enseignement de la théorie quantitative.

Il apparaît maintenant évident que la direction du mouvement des prix n'appartient pas toujours à la monnaie, mais que ce sont parfois aussi les marchandises qui agissent sur les prix. M. Aftalion l'avait constaté quand il affirmait la prédominance du mouvement du volume des marchandises pour les mouvements de la circulation et pour ceux des prix : « pendant la prospérité, c'est la multiplication des marchandises et la hausse des prix qui augmentent les appels faits à l'encaisse des banques, les règlements fiduciaires, la vitesse de la circulation. Pendant la dépression, c'est la chute des prix et la stagnation industrielle qui entraînent les effets contraires. C'est le premier terme de l'équation de l'échange (côté marchandise), qui remorque à sa suite le second » (1).

La politique de monnaie dirigée, avec le but qu'elle s'assigne de supprimer à l'aide de la direction du crédit les causes monétaires de survenance des crises périodiques, soulève un certain nombre de problèmes. Le plus

(1) Aftalion : Crises périodiques de surproduction, Tome II, pages 320 et suivantes.

connu de ces problèmes, le plus familier pourrait-on dire, est celui de la détermination du taux d'escompte. Il existe aussi d'autres problèmes que soulève cette politique, qui présentent des côtés encore plus complexes, tels que celui de la politique à pratiquer sur le marché libre et celui de la publicité à donner (1) aux décisions du Conseil des Banques Fédérales de Réserve, qui est très important par les effets psychologiques qu'il ne manque jamais de produire dans l'opinion publique. Après que les Banques Fédérales de Réserve aient commencé à poursuivre cette nouvelle politique, le but de leurs efforts a changé. Elles ne pratiquent plus une politique uniquement protectrice de leur encaisse, mais elles lui ont désigné des objectifs autrement plus importants. C'est cette ampleur et cette importance de buts qui est le signe le plus caractéristique de leur nouvelle politique. La fin monétaire limitée, métallique pourrait-on dire, de leur ancienne politique d'encaisse, s'efface devant le but économique plus grandiose qu'est celui de diriger l'économie. Il s'agit maintenant de soutenir et de favoriser l'essor économique en s'efforçant d'écarter toutes les causes monétaires de survenance de crise. Cette politique n'est pas sans rencontrer quelques obstacles, et nous avons déjà fait allusion aux plus importants d'entre eux qui sont ceux de la direction à donner au crédit et de la surveillance au sujet de la manière dont il est utilisé. Tout ce que peuvent faire les Banques Fédérales de Réserve, c'est d'agir par les prix qu'elles fixent pour leurs fonds sur les conditions et sur les circonstances dans lesquelles ils seront utilisés.

D'après Burgess, il y a cinq entraves qui permettent

(1) Burgess, *op. cit.*

d'éviter un recours excessif aux fonds des Banques Fédérales de Réserve. L'une de ces entraves est l'œuvre des banques adhérentes elles-mêmes et les autres sont imposées par les Banques Fédérales de Réserve. Les freins à une expansion de crédit excessive sont les suivants :

- 1° : Une tradition opposée à l'emprunt,
- 2° : Le taux d'escompte,
- 3° : Les opérations sur le marché libre,
- 4° : Les négociations directes avec les banques individuelles,
- 5° : Les publications périodiques.

La tradition opposée à l'emprunt serait, d'après Burgess, « la répugnance qu'éprouvent les banques à avoir « des dettes vis-à-vis des Banques Fédérales de Réserve ». Ceci proviendrait d'une juste compréhension du vrai rôle que doivent tenir les Banques Fédérales de Réserve dans la vie économique américaine, celui d'un fonds de réserve auquel on ne doit pas recourir à tout instant, c'est une réserve qui n'est destinée à venir en aide aux banques adhérentes qu'en période de grande activité des affaires et en période de crise. Les banques adhérentes s'efforcent toujours à recouvrer au plus tôt leur liberté d'action. C'est ainsi qu'on a pu observer que toutes les fois qu'elles ne sont pas endettées envers les Banques Fédérales de Réserve et qu'elles sont en mesure de prêter, les taux de l'argent fléchissent, tandis que dans les périodes où les banques adhérentes sont fortement endettées vis-à-vis des Banques Fédérales de Réserve, l'argent disponible s'affermite et le papier de com-

merce se vend moins vite. Quand les banques adhérentes sont endettées, ce qu'elles doivent toujours faire avant tout, c'est de prendre des dispositions pour éteindre leurs dettes et la conséquence en est qu'elles prêtent moins volontiers. Cette constatation correspondrait évidemment à un certain état d'esprit des Dirigeants de ces banques adhérentes, et on peut naturellement se poser la question de savoir combien dureront ces dispositions.

Le taux d'escompte représente une mesure de politique monétaire doublement importante. D'abord comme loyer de l'argent, son importance est considérable en tant qu'il constitue soit un stimulant si ce taux est bas, pour tous ceux qui, ayant besoin de crédit, s'adressent aux banques, soit un obstacle s'il est haut, pour les usagers de crédit dressés devant eux afin de raréfier leurs appels au crédit bancaire. Il peut constituer comme moyen de politique monétaire un instrument des plus efficaces entre les mains des Dirigeants d'une banque centrale qui jouerait d'une situation prépondérante comme dispensatrice de crédit dans son pays, afin de déterminer le volume du crédit qu'elle désire octroyer. Ensuite, sa valeur en tant que facteur psychologique n'est pas à négliger. A cet égard, comme dit Burgess, « c'est l'aveu public, de la part d'un groupe de personnalités responsables et bien informées, d'un changement dans la situation du crédit » (1).

Pour éclairer l'opinion publique, les Dirigeants des Banques Fédérales de Réserve fournissent dans leurs comptes rendus, d'une façon très complète, toutes les informations dont disposent les Administrateurs lors-

(1) Burgess, *op. cit.*

qu'ils prennent ces décisions. Celles-ci sont assurées, du fait de l'existence de très nombreuses publications de vulgarisation économique aux Etats-Unis, d'un très large écho et peuvent être utiles, à titre d'indication, à tous les gens d'affaires qui pour les besoins de leurs affaires ont intérêt à avoir une vue claire de la situation économique générale. Les Dirigeants des Banques Fédérales de Réserve rendent publics dans leurs comptes rendus, les mobiles qui les ont poussés à apporter des modifications au taux de l'escompte.

Dans leur politique du taux de l'escompte, elles se basent principalement sur l'état et sur l'évolution de quelques facteurs essentiels, comme le niveau des prix, le coefficient normal d'accroissement du volume du crédit, le mouvement et l'état des affaires, surtout le coefficient d'accroissement de ce volume des affaires. Les Autorités Fédérales de Réserve surveillent de très près les mouvements des prix parce qu'attachées au critérium tiré de la théorie quantitative, elles estiment que les variations des prix sont principalement dues aux rapports changeants qui existent entre le volume des affaires et celui des moyens de paiement. Si le volume de crédit ne s'adapte pas exactement au volume des transactions, cet excès de crédit, soit dans le sens de son augmentation soit dans celui de sa diminution, est considéré par le Conseil des Banques Fédérales de Réserve comme susceptible de provoquer soit une hausse de prix, qu'il s'agisse de prix des marchandises, des salaires, des titres ou de la propriété foncière, soit une baisse de ces mêmes prix. Le Conseil aurait considéré ces variations des prix comme un « signal d'alarme » (1). Dans le dessein d'ajus-

(1) Burgess, *op. cit.*

ter le volume des crédits à celui des transactions, les banques s'étaient attachées à suivre attentivement les variations du volume total des crédits, par rapport au coefficient normal d'accroissement des affaires.

On a constaté aux Etats-Unis qu'au cours des cinquante dernières années, les avances et les placements des banques s'accroissaient à une cadence annuelle de 6 à 7 %. Si cet accroissement normal des épargnes se trouvait accéléré ou ralenti, toute chose restant égale d'ailleurs, il pourrait en résulter des perturbations dans les prix, et toute politique qui s'assigne pour but le maintien d'une certaine stabilité de ceux-ci, doit se préoccuper de suppléer au déficit des nouvelles épargnes ou de pallier à leur trop rapide formation. Si cette cadence d'accroissement marque des tendances vers une diminution, il y a lieu alors de réduire le taux d'escompte en vue de faciliter l'obtention des crédits. Si dans l'hypothèse contraire, cette cadence paraît s'accroître, il conviendrait alors de relever le taux d'escompte pour rendre l'obtention des fonds de réserve plus difficile, afin d'empêcher une trop considérable extension de crédit.

Toutes ces mesures ne tendaient qu'à contrôler les changements du volume des crédits, mais pour assurer le maximum d'efficacité à leur politique d'escompte, les Banques Fédérales de Réserve se sont préoccupées, en plus des changements dans le volume, des changements éventuels dans la façon dont le crédit était utilisé. Dans ce but les rapports que les Banques Fédérales de Réserve recevaient des banques adhérentes étaient groupés de façon à présenter un tableau des variations des avances et des placements en vue de faire ressortir si les aug-

mentations portaient plutôt sur les avances sur titres que sur prêts ayant un caractère commercial, ou sur les placements.

Depuis que la spéculation boursière avait pris une extension et une importance considérables, et que les avances aux courtiers en bourse étaient devenues importantes, la Banque Fédérale de New-York a publié un relevé spécial contenant le volume de ses avances aux courtiers en actions et en obligations. Tous ces états, rapports et relevés, devaient servir d'éléments d'appréciation aux Administrateurs des Banques Fédérales de Réserve, et de chacune de celles-ci, pour la détermination de leur politique d'escompte, la mieux appropriée à l'état et à l'évolution de ces facteurs.

Pour illustrer l'esprit dans lequel celle-ci a été pratiquée, nous citons ce passage de Burgess relatif aux buts de cette politique et aux éléments d'appréciation qu'elle avait à sa disposition. « Le Conseil des Banques « Fédérales de Réserve considère qu'une politique du « taux d'escompte s'emploie à raffermir les conditions « monétaires lorsque les affaires sont très actives et à « rendre l'argent plus aisé lorsqu'elles subissent une dé- « pression : cette politique peut être considérée comme « susceptible de fournir des moyens efficaces et de con- « tribuer à réduire les fluctuations du cycle des affaires. « C'est ainsi qu'une étude constante de l'état général « des affaires, par rapport au rythme d'accroissement « normal que les expériences des années passées a fait « apparaître, peut servir d'auxiliaire important pour « déterminer la politique du taux de l'escompte » (1).

(1) Burgess, *op. cit.*, pages 213 et 219.

La politique du taux de l'escompte a trouvé un auxiliaire d'importance et un complément nécessaire, dans ce qu'on appelle les opérations sur le marché libre. La plupart des opérations qu'elles ont effectuées sur ce marché ont porté sur les valeurs d'état, bien que le Federal Reserve Act ait conféré aux Banques Fédérales de Réserve des pouvoirs étendus pour négocier sur le marché libre. Ces opérations sur le marché libre sont devenues un élément très important de la politique des Banques Fédérales de Réserve et le rapport à la Société des Nations — *La Situation Economique Mondiale en 1931-1932* — les considère comme caractérisant nettement la façon dont la monnaie a été dirigée. D'après celui-ci le développement de ce procédé n'est dû qu'en partie à la nouvelle organisation monétaire. D'après ce rapport, ce serait « le caractère plus rigide du système » des prix et la résistance qui s'opposait aux ajustements dans le sens de la baisse du niveau des prix « qui ont également exigé un recours plus fréquent à » cette pratique qui, fait très significatif, a été employée « de plus en plus comme un procédé se substituant aux » changements du taux d'escompte ou corrigeant les « effets de ces changements » (1).

Il ne nous semble pas possible d'admettre cette explication de la nécessité de l'emploi de cette sorte d'opération, principalement à cause du fait que, du moins aux Etats-Unis, on n'a pas eu à enregistrer de tentatives vers l'abaissement du niveau des prix. Au contraire justement, toute la politique de monnaie dirigée depuis 1922 s'efforçait de provoquer une augmentation du niveau général des prix, et les interventions sur le

(1) Situation économique mondiale en 1931-1932, p. 227 et 228.

marché libre n'étaient pas faites en vue de contrarier la hausse, mais pour la discipliner. La politique du marché libre constituait un auxiliaire et un complément de celle du taux d'escompte, surtout parce qu'elle a été pratiquée en vue de rendre le marché monétaire plus sensible aux changements du taux de l'escompte et pour rendre celle-ci plus efficace. Des achats ou des ventes de titres ont été pratiqués toujours au préalable, la vente des titres se traduisant généralement par une diminution dans le volume des disponibilités des banques adhérentes, le taux d'escompte avait ainsi plus de chance d'exercer une influence décisive sur le volume du crédit qu'il octroyait.

Cependant, ainsi que l'a noté M. Aftalion, les banques adhérentes ne sont pas obligées d'agir comme le voudraient les Banques Fédérales de Réserve, surtout à cause des possibilités qu'elles ont de reconstituer leurs dépôts de garantie au moyen de réescompte qu'elles augmentent auprès des Banques Fédérales de Réserve.

L'achat des titres constituait une mesure complémentaire à toute diminution du taux d'escompte, cette mesure devait ajouter ses effets à ceux de l'abaissement du taux de l'escompte et faciliter de plus nombreux appels au crédit. Ces opérations d'achats et de ventes de titres n'ont jamais été pratiquées comme des opérations indépendantes de la politique d'escompte ; en plus de l'influence importante par elle-même que ces opérations ont sur la situation du crédit, elles servent à préparer le terrain aux modifications du taux de l'escompte. Depuis le début de la nouvelle politique, on a dû procéder à des achats de titres en période de ralentissement des affaires, de baisse de prix ; ces achats se traduisent par

une diminution de la dette des banques adhérentes envers les Banques Fédérales de Réserve, il en résulte une plus grande aisance monétaire. D'autre part, les ventes de titres furent faites surtout lorsque les affaires ont été très prospères, que les prix s'élevaient et lorsque les effets d'une activité spéculative trop intense commençaient à se faire sentir. Ces ventes provoquent, le plus souvent, les augmentations d'emprunts des banques adhérentes, réduisent, du moins théoriquement, leurs possibilités de crédit et sont suivies de l'augmentation du taux de l'escompte.

Ces opérations furent toujours pratiquées dans le but d'établir et de maintenir un volume de crédit s'ajustant le mieux possible à la situation des affaires et aux besoins de la production. Jusque dans les dernières années où fut pratiquée la politique de monnaie dirigée, la politique du marché libre ne paraît pas avoir contribué à l'augmentation du volume total des avances et des placements. Ce fait est dû, en plus de cette tradition qui d'après les auteurs américains existerait parmi les Dirigeants des Banques adhérentes et qui consiste à éteindre au plus tôt les dettes que celles-ci ont contracté vis-à-vis des Banques Fédérales de Réserve, à ce que jusqu'à ces dernières années, presque toutes les fois que les Banques Fédérales de Réserve achetaient des titres, les Banques adhérentes avaient des dettes à éteindre auprès d'elles et qu'elles ont employé les sommes qu'elles recevaient pour les titres vendus à l'amortissement de leurs dettes.

C'est ainsi que pendant plusieurs années, a pu être écarté le danger d'inflation qui aurait pu résulter du fait du non-endettement des banques adhérentes et à la

suite d'une opération de vente de titres à laquelle auraient procédé les Banques Fédérales de Réserve. D'autre part, depuis la crise de 1920-1921, on a dû noter que tout accroissement du portefeuille des fonds d'état était régulièrement compensé par un fléchissement du volume des effets de commerce escomptés. On a vu dans ce fait que souvent le mouvement du portefeuille de titres des Banques Fédérales de Réserve s'est exercé en sens contraire du portefeuille commercial, un effet voulu de la politique des Banques Fédérales de Réserve laquelle tendrait aussi par ce moyen au maintien d'un certain volume de crédit.

M. Aftalion reconnaît l'existence d'une tendance vers une action consciente et compensatrice de ces deux sources de crédit. Il fait en outre remarquer que celle-ci est devenue plus nette et plus pondérée. Ainsi, le mouvement de tous les postes productifs des Banques Fédérales de Réserve a varié depuis la fin de Janvier 1919 à la fin d'Octobre 1920, de \$ 2.177.000.000 à \$ 3.396.000.000, soit une différence de \$ 1.219.000.000, tandis que depuis le début du mois d'Août 1924 jusqu'au début de Décembre 1925, le même total des postes productifs n'a varié que de \$ 519.000.000.

Cependant son origine serait aussi peu reluisante que celle des opérations sur le marché libre.

En période de prospérité des affaires, lorsque les appels au crédit se faisaient plus nombreux, les banques nationales américaines d'avant 1913 vendaient instinctivement des titres pour augmenter leurs disponibilités. En outre, M. Aftalion est d'avis que « si les deux « portefeuilles se mouvaient en sens contraire l'un de

« l'autre, c'était probablement le portefeuille commercial qui avait la primauté et dont les variations déterminaient les variations de sens inverse du portefeuille titres. Au contraire, pour les Banques Fédérales de Réserve, leur volonté de prendre l'initiative des mouvements fait que le portefeuille titres commande souvent le portefeuille commercial. Elles vendent des titres et leur portefeuille commercial croît à cause des réescomptes que leur demandent ensuite les banques affiliées » (1).

La différence essentielle qui séparerait la politique des opérations sur le marché libre de la politique d'escompte, serait d'après certains auteurs, que la première se distinguerait par son caractère direct et qualitatif (2). La politique des opérations sur le marché libre est plus directe que celle de l'escompte, parce qu'elle se passe du truchement des modifications du taux de l'escompte et agit directement sur la quantité des crédits. Cette action directe sur le marché des crédits est aussi davantage qualitative. Non seulement elle s'efforce de faire varier directement la quantité des crédits, mais elle serait douée de plus de possibilités pour maintenir stable cette quantité de crédits et pourrait même en faire varier aussi la qualité, grâce justement à ce qu'elle provoquerait le mouvement en sens contraire du portefeuille commercial et du portefeuille titres ; cette politique pourrait ainsi, tout en maintenant un certain volume de crédit stable, provoquer des variations sensibles de quote part de ces mêmes crédits qui vont au commerce et à la pro-

(1) Aftalion, *Monnaie et Industrie*, p. 89 et 99.

(2) Germain Martin, *La monnaie dirigée*, journal des économistes, Décembre 1927.

duction. Certains auteurs (1) voient dans ce mouvement renversé du portefeuille commercial aussi un moyen d'influence sur le volume des crédits qui passent directement à la consommation. En réduisant leur portefeuille titres, les Banques Fédérales de Réserve auraient été à même de faire augmenter, quasi-automatiquement, le volume des crédits qu'elles destinent à la consommation.

Cependant, il ne nous paraît pas que les choses se soient passées ainsi. Burgess, qui est très bien placé pour être parfaitement au courant des possibilités et du pouvoir à cet égard des Banques Fédérales de Réserve est affirmatif sur ce point. D'après lui : « les Banques « Fédérales de Réserve s'occupent du crédit au point de « vue de sa quantité, mais non de sa qualité, leur influence porte sur le volume total du crédit employé, « mais non sur la façon dont on s'en sert » (2).

Les raisons de l'impuissance où se trouvent les Banques Fédérales de Réserve de donner à l'emploi du crédit une direction plutôt qu'une autre, sont nombreuses. Par ordre d'importance, il nous semble que la première résiderait dans le fait d'une trop grande indépendance des banques privées vis-à-vis des Banques Fédérales de Réserve. En effet, les possibilités de crédit des banques privées américaines se sont considérablement accrues pendant ces dix dernières années, parallèlement à l'accroissement du chiffre de leurs dépôts. Ainsi elles se sont affranchies de la dépendance étroite qui les liait jadis avec les Banques Fédérales de Réserve. Etant maintenant maîtresses de leur politique de crédit, elles peuvent la pratiquer en toute indépendance du Système de

(1) Teilhac, *Le fondement nouveau de l'économie*, p. 196.

(2) Burgess, *op. cit.*, p. 198.

Réserve, uniquement guidées par leur intérêt ; ceci est en outre la preuve d'une très grande abondance de capitaux sur le marché monétaire américain. De ce fait, les Banques Fédérales de Réserve se sont trouvées limitées dans leur souveraineté, en ce qui concerne leur pouvoir de décision relatif au taux d'escompte. Elles ont dû naturellement tenir compte, en ce qui concerne ces décisions, de l'état du marché financier et de la plus ou moins grande abondance de crédit dont a disposé ce marché.

Dans de nombreuses situations, le Système a dû se laisser guider dans sa politique d'escompte par le taux d'intérêt qui se pratiquait sur le marché. Dans quelques autres situations importantes, le Système de Réserve a été impuissant à imposer sa volonté au marché. Il en a été ainsi notamment au cours des années 1928-1929, lorsque malgré toutes les augmentations du taux d'escompte, l'activité spéculative, contre laquelle ces mesures étaient dirigées, ne cessa de croître. De plus, un autre obstacle sérieux s'oppose à ce que les Banques Fédérales de Réserve fixent la manière dont leur crédit devra être utilisé. L'usage du crédit, son octroi, est du ressort de chacune des banques adhérentes ; ce sont les banques adhérentes qui ont l'initiative du crédit, les Banques Fédérales de Réserve ne peuvent pas, si la situation des banques adhérentes demanderesses est favorable, leur refuser une ouverture supplémentaire de crédit, au contraire leur intérêt matériel les y pousse ; c'est donc la banque demanderesse qui décide si elle mettra ou non en circulation les fonds du Système de Réserve ; par surcroît, c'est elle qui traite directement avec les usagers du crédit. Toute l'influence que les Banques Fédé-

rales de Réserve peuvent exercer à cet égard consiste à fixer les prix des fonds qu'elles prêtent.

Pour nous résumer, il ne nous paraît pas que le Système de Réserve ait été en mesure d'agir sur la direction à donner au crédit qu'il octroyait. Toute son influence consistait à en déterminer le volume, au moyen du prix qu'il lui fixait, tandis que la direction et l'emploi lui échappaient complètement : Même, en ce qui concerne la fixation du volume du crédit, son pouvoir se trouvait limité par le fait que les banques commerciales des Etats-Unis se sont libérées de la dépendance dans laquelle elles se trouvaient vis-à-vis des Banques Fédérales de Réserve, avant que le chiffre de leurs avoirs atteignit l'importance qu'il avait en 1928.

Dans un chapitre suivant, nous essaierons de dégager la part des responsabilités qu'a eu, dans la formation de cet état de choses, le Système du Gold Exchange Standard, en tant qu'il a favorisé l'amplification du crédit et l'accroissement du chiffre des capitaux flottants étrangers déposés sur la place de New-York, lequel a contrecarré pour une grande part l'action restrictive qu'avaient entreprise les Banques Fédérales de Réserve au commencement de 1928.

4°) La monnaie dirigée et les nouvelles théories monétaires

Plus haut, au commencement de ce chapitre (1), nous avons exprimé l'avis qu'il ne fallait pas rechercher d'affinités doctrinales entre la politique de monnaie dirigée et les diverses théories monétaires en vogue ces derniers temps. La principale raison nous paraît consister dans

(1) Voir page 49.

le fait que les principes directeurs de cette politique ne procèdent d'aucune doctrine et ne sont pas suffisamment liés les uns aux autres pour avoir l'aspect d'une construction doctrinale.

La monnaie dirigée, 1923-1929, était faite d'expériences et de tâtonnements, et mettait en œuvre les moyens de politique monétaire déjà anciennement connus tout en leur assignant un autre but. Par contre, il faut reconnaître aux Dirigeants des Banques Fédérales de Réserve qu'ils ont acquis au cours de cette dernière période décennale une plus grande maîtrise dans le maniement des instruments de leur politique. Ils ont principalement mis à profit l'expérience de 1921, quand ils avaient pratiqué une politique qui allait directement à l'encontre de la situation qui se dessinait ; ils paraissent avoir acquis des notions plus justes sur les possibilités qu'ils pouvaient escompter des tentatives de la direction du crédit et aussi des notions plus exactes sur l'action compensatrice qu'exerce en sens inverse le portefeuille commercial et le portefeuille titres.

Instruites par l'expérience, les Banques Fédérales de Réserve ont pratiqué depuis 1923, une politique de monnaie dirigée avec plus d'unité de vue, et ont employé les moyens de cette politique avec plus d'ampleur et de décision.

Nous avons souligné qu'il ne nous paraissait pas que l'on puisse rechercher les affinités doctrinales entre la monnaie dirigée et les récentes théories monétaires ; cependant il existe certaines affinités entre celles-ci et divers plus de réforme monétaire, issus des études, disons-nous, qu'ont entrepris certains économistes de la si-

uation économique créée par la guerre. C'est ainsi qu'il nous paraît possible d'établir l'existence de similitudes entre ce que proposa Keynes en 1924 et ce qui fut fait entre 1923 et 1929 aux Etats-Unis. D'ailleurs, lui-même le constate avec quelque fierté. « Aux Etats-Unis comme « en Angleterre, les méthodes qui sont pratiquées à « l'heure actuelle suivent à moitié volontairement et à « moitié involontairement le plan que je recommande. « En fait, le Fédéral Réserve Board ignore souvent la « proportion qui existe entre son encaisse or et ses obli- « gations, il est influencé dans sa politique d'escompte « par l'intention de maintenir la stabilité des prix du « commerce et du travail ; pour des raisons de conven- « tions il accepte l'or, pour des raisons de prudence et « de compréhension, il l'enterre. En effet les théories et « les recherches sur le cycle du crédit ont été étudiées « avec tellement plus d'enthousiasme et poussées telle- « ment plus avant par les Economistes des Etats-Unis « que par ceux d'Angleterre, qu'il serait encore plus dif- « ficile pour le Fédéral Réserve Board que pour la « Banque d'Angleterre d'ignorer de telles idées et de ne « pas se laisser à moitié inconsciemment influencer par « elles » (1).

Dans son livre Keynes recommande la création d'un système monétaire tel que la valeur de la monnaie serait basée sur une « marchandise type composée » (2). Les autorités de la Banque Centrale consacraient toutes leurs ressources à empêcher son prix de varier dans l'une ou l'autre direction au delà de certaines limites normales, de même qu'avant la guerre elles employaient

(1) Keynes, *La réforme monétaire*, p. 223.

(2) Keynes, *op. cit.*, p. 2.

toutes leurs ressources à empêcher l'or de varier au delà d'un certain pourcentage.

Plus loin, Keynes préconise que la composition de cette marchandise abstraite soit modifiée de temps à autre surtout selon les changements de l'importance économique relative de divers composants de cette marchandise abstraite. La politique monétaire qu'il préconise aurait pour objectif la stabilité des prix ; il est d'avis que l'on pourrait arriver à réduire considérablement l'amplitude des fluctuations « si l'on comprenait
« que c'est au moment où les disponibilités réelles dé-
« croissent que l'on peut procéder à la déflation, c'est-
« à-dire lorsque les prix s'élèvent sans proportion avec
« l'augmentation du volume de l'argent liquide et que
« c'est lorsque les disponibilités réelles s'élèvent qu'il
« faut procéder à l'inflation et non, comme nous sem-
« blons le croire, en sens contraire » (1).

Sur ce point, la politique américaine de monnaie dirigée se trouve concorder aussi avec ce que préconise Cassel. Pour cet auteur « la politique de stabilisation
« entraîne donc la nécessité de réagir contre la baisse du
« niveau des prix au-dessous de la normale. Il est vrai
« que des changements de situation suivis de fluctua-
« tions du niveau des prix, ne peuvent jamais être com-
« plètement évités. Il y a toujours par la suite, un mo-
« ment où les prix s'abaissent au-dessous du niveau
« normal et où, par conséquent, la politique bancaire
« devra tendre à la faire remonter. Plus vite sera pour-
« suivi ce dessein, mieux cela vaudra » (2).

En ce qui concerne l'encaisse or, la conception améri-

(1) Keynes, *op. cit.*, p. 215.

(2) Cassel, *La monnaie et le change après 1914*, p. 303 et suivantes.

caine de la monnaie dirigée se trouve avoir involontairement concordé avec le projet de Keynes. Celui-ci voudrait exclure l'or de tout usage monétaire, du moins en temps de paix. En temps de guerre, l'or constituerait un trésor de guerre pour « faire face aux nécessités pressantes et comme un moyen de corriger rapidement « l'influence d'une balance défavorable de paiement... » (1).

Le volume de la circulation, d'après Keynes, ne devrait avoir aucun rapport mathématique avec l'importance de l'encaisse. Il serait uniquement conditionné par la nécessité des transactions et devrait varier selon les besoins d'une politique stabilisatrice des prix ; « les « niveaux arithmétiques de cette masse (volume de la « circulation) ne peuvent et ne doivent pas être prévus, « et la quantité d'or qu'il serait prudent de garder en « réserve pour faire face aux nécessités internationales « et aux obligations momentanées n'aurait point de rapport mathématique ou logique avec le volume des papiers monnaie » (2).

On pourrait être tenté de faire un rapprochement entre ce qu'avancait Keynes en 1924 et ce qui s'est réellement passé aux Etats-Unis entre 1923 et 1929. Là aussi, il nous semble qu'on a pu dissocier entièrement, d'une part l'encaisse or et la circulation fiduciaire et d'autre part la circulation des dépôts en banque qui est, vu son importance numérique, la vraie circulation monétaire aux Etats-Unis. En 1929, le stock d'or monétaire des Etats-Unis s'élevait à \$ 4.284.000.000. La circulation

(1) Keynes, *op. cit.*, p. 221.

(2) Keynes, *op. cit.*, p. 222.

fiduciaire s'élevait, au mois de Juillet de la même année, à \$ 4.378.000.000, tandis que le montant des dépôts de toutes les banques membres et les banques non-membres, s'élevait à la même date à 57.819.000.000 de \$.

Evidemment, il ne faut pas y chercher une application consciente des projets de Keynes ; ce sont plutôt les conditions économiques américaines qui en ont été la cause. Cependant, il nous a semblé intéressant de rapprocher ces projets théoriques de ce qui allait réellement s'accomplir aux Etats-Unis cinq années plus tard.

CHAPITRE III

L'or dirigé

1°) Les buts de la politique de l'or des Banques Fédérales de Réserve

Ce sont les mêmes circonstances qui conduisirent les Banques Fédérales de Réserves à adopter une politique de monnaie dirigée, qui leur imposèrent la nécessité de pratiquer aussi une politique de l'or, et le fait le plus marquant de ce complexe de circonstances consista dans un formidable afflux d'or qui porta le stock d'or monétaire des Etats-Unis de \$ 2.700.000.000 en Juin 1920 à \$ 4.600.000.000 en Mars 1927. Il n'est pas étonnant qu'en présence d'une telle situation, le désir de canaliser cette masse d'or et de s'assurer le contrôle de son utilisation, ait été un mobile constant et des plus importants dans la politique monétaire qu'ont pratiqués les Dirigeants du Système de Réserve, parce qu'il apparaissait clairement que cet afflux d'or n'était pas sans représenter un danger sérieux pour la situation monétaire des Etats-Unis, en tant que base possible d'une future inflation de crédit d'abord, et ensuite à cause du fait que les Dirigeants des Banques Fédérales de Réserve se rendaient parfaitement compte que cet afflux d'or représentait aussi un appauvrissement en or de nombreux pays, ce qui pouvait constituer un désavantage pour le commerce américain.

Les buts que cette politique de l'or dirigé se proposait d'atteindre, c'est-à-dire de tenter d'opérer en quelque sorte une redistribution mondiale de l'or d'une part, et, d'autre part, d'empêcher que cette masse d'or serve

de fondement à un édifice de crédit trop haut, nous paraissent être destinés plutôt à pallier aux conséquences défavorables du mauvais fonctionnement de l'étalon-or que de diriger l'aménagement de la valeur de l'or à l'intérieur des Etats-Unis mêmes.

Il nous paraît utile de mentionner la distinction qui existe entre le but de la politique de l'or dirigé qu'ont pratiquées les Banques Fédérales de Réserve, et celui auquel doit tout naturellement tendre la politique de l'or d'une banque d'émission qui se propose de poursuivre une politique de monnaie dirigée dans le cadre de l'étalon-or. En principe, une politique de monnaie dirigée dans le cadre de l'étalon-or, doit avoir constamment soin de maintenir la parité or de la devise. Mais en fait, les Banques Fédérales de Réserve furent libérées de ce souci de maintenir la parité or du Dollar, en même temps que du souci de défense d'encaisse, par l'accumulation de cet important stock d'or qui s'est poursuivi de 1920 à 1927. C'est grâce à ce phénomène que fut rendue possible cette politique de monnaie dirigée pratiquée dans le cadre même de l'étalon-or.

Le système de l'étalon-or, nous nous arrêterons sur ce fait dans un suivant chapitre, nous semble être l'antithèse de toute politique de monnaie dirigée parce que, tandis que celle-ci tend à la stabilisation des prix nationaux à un niveau voulu, le système de l'étalon-or, si on lui laisse assez de liberté pour produire tous ses effets, devrait réaliser un nivellement mondial des prix. Ces deux systèmes de politique monétaire, l'un visant avant tout le niveau des prix nationaux et l'autre devant réaliser un niveau international des prix, nous paraîs-

sent donc être nettement en contradiction. En dehors du fait de l'accumulation de l'or aux Etats-Unis, ce qui permit aux Banques Fédérales de Réserve de poursuivre leur politique de monnaie dirigée dans le cadre même de l'étalon-or, fût, qu'au moins jusqu'en 1925, les Etats-Unis étant le seul pays qui recevait librement l'or et par surcroît l'état économiquement le plus important, il ne s'agissait pas pour eux d'avoir à prendre soin de raccorder la valeur du Dollar à celle de l'or, mais c'était au contraire l'or dont la valeur dépendait constamment de celle du Dollar. Ainsi donc, libérées de tout souci d'encaisse de même que de tout souci de maintien de la parité or du Dollar, les Banques Fédérales de Réserve purent poursuivre leur politique de monnaie dirigée dans le cadre même de l'étalon-or. C'est sans doute un cas rare et il ne nous semble pas que l'on puisse y voir une preuve de la possibilité de pratiquer une politique de monnaie dirigée dans le cadre de l'étalon-or.

Ainsi que nous y avons fait allusion plus haut, la politique de l'or dirigé que les Banques Fédérales de Réserve se sont trouvées dans la nécessité de poursuivre, avait plutôt pour objectif d'aider le système de l'étalon-or dans son fonctionnement, qu'elle n'a été un des aspects de la monnaie dirigée. Mais les importations d'or ayant eu des répercussions importantes sur le volume des dépôts bancaires ainsi que sur les prix et le mouvement général des affaires, il convient d'étudier la politique de l'or des Banques Fédérales de Réserve, du double point de vue de ses répercussions sur celle de la monnaie dirigée, et en ce qui concerne l'influence qu'elle a pu exercer sur l'amélioration du fonctionnement de l'étalon-or.

La politique de monnaie dirigée basée sur l'or devait chercher sa voie parmi des nécessités contraires ; d'une part il s'agissait de faire produire aux importations d'or tous leurs effets dans le sens d'une suffisante amplification de crédit nécessaire au maintien et au relèvement des prix auquel tendit constamment la politique de monnaie dirigée, sans que cependant celle-ci ne devint trop considérable, et par là dangereuse pour la tenue future du Dollar.

Le bulletin économique de la Banque Chase de New-York, s'exprime sous la signature de Benjamin Anderson à ce sujet, dans les termes suivants : « Nous possédons une énorme proportion de l'or du monde. Mais pour une bonne partie, nous ne pouvons pas espérer le retenir d'une manière permanente. Nous le détenons comme des fidei-commissaires. L'Europe en aura besoin de nouveau quand la réorganisation de ses finances publiques et de sa monnaie lui permettra de revenir à l'étalon d'or. Nous ne pouvons pas l'employer comme base de crédit qui ne soit pas absolument liquide. Nous ne devons l'employer que sous une forme qui nous permettra de le restituer aisément à l'Europe dès qu'elle nous le redemandera. Le problème pour nous est moins de le conserver matériellement en un gros tas que de conserver sa valeur et de le garder toujours mobile » (1).

Sur ce même sujet, Roberts s'exprime de la façon suivante : « Les autorités du Système de Réserve et en général les banquiers, ont accueilli les importations

(1) Cité par M. Rist dans son livre : Déflation en pratique, pages 56 et 57.

« d'or de ces années avec appréhension et anxiété. Loin
« d'être considérées comme avantageuses et souhai-
« tables, ces importations étaient jugées anormales, pro-
« visaires, et par conséquent dangereuses pour la sta-
« bilité financière ; d'une manière générale, les ban-
« quiers envisageaient avec défaveur le développement
« d'un système de crédit reposant sur ces importations,
« car ils estimaient qu'il était probable que dans un
« bref laps de temps, le rétablissement en Europe de
« l'étalon-or marchant de pair avec le relèvement éco-
« nomique, aurait pour résultat le rappel d'une partie
« importante de cet or, ce qui serait susceptible de pro-
« voquer dans les Etats-Unis d'Amérique une contrac-
« tion violente de crédit. Les conditions de concur-
« rence nécessitaient pratiquement un développement
« de crédit à mesure que les réserves augmentaient, mais
« une prudence salutaire leur interdisait un endette-
« ment croissant auprès des Banques Fédérales de Ré-
« serve, dans le but de favoriser les opérations de spé-
« culation sur les marchés des titres dont l'importance à
« cette époque allait en se développant » (1).

2°) Les taux de l'escompte et les mouvements de l'or

Bien qu'il ait pu paraître que les Banques Fédérales de Réserve, libérées de tout souci d'encaisse aient été en mesure, au moyen de leur politique d'escompte, de contrôler non seulement les importations d'or mais encore son emploi en tant que base d'un édifice de crédit, les développements futurs et le résultat final de leur

(1) Documents sélectionnés soumis à la Délégation de l'Or, Les mouvements d'entrée et de sortie de l'or en ce qui concerne les Etats-Unis d'Amérique 1924-1929 et leurs effets, par George E. Roberts, page 48.

politique monétaire, apportent un démenti à cette hypothèse, en même temps qu'ils nous renseignent sur les vraies limites de la politique de la monnaie dirigée. En effet, les Banques Fédérales de Réserve furent loin d'être absolument libres de modifier leur taux d'escompte comme elles l'auraient désiré parce que « depuis environ le début de 1925, jusqu'à l'automne 1927, la préoccupation constante des Autorités du Système de Réserve a été de ne pas stimuler, d'une part la fièvre spéculative dans le pays en abaissant inconsidérément le loyer de l'argent, et de ne pas encourager, d'autre part, les importations d'or par des taux relativement élevés » (1).

Pour l'étude de l'influence des répercussions que peut avoir toute nouvelle importation d'or sur l'amplification du crédit, de même que les possibilités de maintenir celles-ci dans certaines limites fixées à l'avance, il s'agit de suivre le chemin que parcourait l'or lorsqu'il arrivait aux Etats-Unis. Quand on importe de l'or, une des deux hypothèses suivantes se présente : cet or est destiné soit directement à l'une des Banques Fédérales, soit à une banque privée. Si c'est une des Banques Fédérales qui est le destinataire de cet or, elle le comptera dans son encaisse et il lui servira pour réaliser des placements qui peuvent signifier une expansion de crédit bancaire atteignant plusieurs fois le montant des importations du métal. Si l'or importé était destiné à une banque adhérente ou à une banque privée, celle-ci s'en servirait soit pour éteindre une dette qu'elle aurait vis-à-vis d'une Banque Fédérale, soit que cette banque adhérente remettrait cet or comme dépôt à une Banque Fédérale,

(1) Roberts, *ibid.*

laquelle lui donnerait sa contre-partie en billets de Réserve Fédérale. Une fois entré dans une Banque Fédérale, cet or serait compté parmi son encaisse et pourrait lui servir de base pour de nouveaux octrois de crédit. On se trouve alors en présence d'une situation en tous points analogue à celle qui résulterait d'un envoi d'or direct à une des Banques Fédérales de Réserve. Cet effet direct des importations d'or est souvent désigné comme une expansion de crédit au premier degré (1). Les Banques Fédérales de Réserve n'ont aucune raison ni aucun moyen d'empêcher cette expansion de crédit au premier degré, mais elles se trouvent en mesure d'agir de telle sorte sur cet accroissement de leur encaisse de façon à ce qu'elle ne serve pas par la suite de base à une seconde expansion de crédit. Une fois ce surplus de métal incorporé à leur encaisse, elles pourraient procéder à de nouveaux octrois de crédit sur la base de cet or nouveau. Lorsque l'or importé passe d'abord par une des Banques adhérentes et est déposé ensuite dans une des Banques Fédérales, il n'accroît pas seulement le solde des réserves de la banque adhérente, il augmente aussi les avoirs d'or de la Banque de Réserve dans laquelle il est déposé, et par conséquent les facultés de prêts et de placements de cette Banque Fédérale de Réserve. Toute Banque Fédérale de Réserve n'étant tenue de conserver qu'une couverture de 35 % pour les dépôts et de 40 % pour les billets, elle est en mesure de consentir des avances et d'effectuer des placements représentant de deux à presque trois fois le montant de l'or nouveau qu'elle reçoit, suivant que celui-ci lui est versé ou remis, soit comme règlement d'une dette, soit comme dépôt.

(1) Burgess, Banques Fédérales de Réserve et le marché monétaire de New-York.

Cependant, il n'est pas obligatoire que cette nouvelle expansion de crédit se produise, ceci est tout à fait entre les mains de la Banque Fédérale de Réserve. Si la Banque Fédérale de Réserve procédait à de nouveaux octrois de crédit sur la base de l'or qu'on vient de déposer chez elle, cette faculté supplémentaire d'expansion de crédit, a été désignée sous le nom d'expansion au second degré (1).

Depuis que l'accumulation importante d'or n'a cessé de se poursuivre, le Système de Réserve paraît avoir pratiqué constamment une politique qui a eu pour but d'empêcher cette expansion de crédit au second degré.

Dans l'application de leur politique, les Banques Fédérales de Réserve furent d'ailleurs heureusement aidées par les circonstances. Les importations d'or furent si considérables que même leurs effets limités à ceux du premier degré, l'or importé a pu servir de base à un volume de crédit très important.

De Janvier 1922 à Janvier 1927, le stock d'or des Etats-Unis s'est accru de \$ 850.000.000 ; pendant le même laps de temps, les dépôts à vue de toutes les banques américaines ont augmenté approximativement de \$ 5 Milliards, tandis que les dépôts à terme et les dépôts d'épargne s'élevaient de \$ 8 Milliards.

Pendant ces années, les Banques Fédérales de Réserve furent aidées dans la poursuite de leur dessein qui consiste à ajuster constamment le volume du crédit aux besoins des affaires, par les heureux effets que commençait à donner du point de vue de leur politique de l'or, celle des opérations sur le marché libre. Ces résul-

(1) Burgess, *ibid.*

tats sont d'autant plus importants et appréciables que le taux d'escompte n'a pu jouer dans la politique de l'or des Banques Fédérales de Réserve qu'un rôle plutôt secondaire, et son influence sur le volume du crédit que le Système de Réserve mettait en circulation sur la base des importations d'or, n'a pas pu être prépondérante à cause des circonstances auxquelles nous avons fait allusion plus haut, c'est-à-dire d'une part la nécessité où étaient les Banques Fédérales de Réserve de ne pas favoriser l'activité spéculative par un taux d'escompte trop bas, et d'autre part l'impossibilité où elles se sont trouvées d'élever leur taux d'escompte par crainte d'un nouvel afflux massif d'or aux Etats-Unis.

3°) L'or et la politique du marché libre

L'inefficacité de ces mesures, laissait subsister les dangers de l'inflation, et c'est alors que les opérations sur le marché libre se sont révélées comme un instrument précieux de la politique de l'or des Banques Fédérales de Réserve. Ce fut principalement grâce au fait que les Banques Fédérales de Réserve se trouvaient déjà en possession d'un portefeuille important de valeurs d'état, ce qui leur permit d'exercer une certaine influence en vue de neutraliser l'effet des nouvelles importations d'or. Si des importations d'or considérables s'étaient produites à un moment où les banques adhérentes n'étaient pas endettées vis-à-vis des Banques Fédérales de Réserve et où celles-ci n'avaient pas eu de valeurs d'état susceptibles d'être réalisées, ces importations d'or n'auraient pas manqué de produire tous leurs effets dans le sens d'une amplification aussi complète que possible du volume de crédit. Mais depuis

l'été 1924, à un moment de resserrement des affaires et quand les demandes de crédit aux Banques Fédérales de Réserve furent peu nombreuses, celles-ci purent se constituer un portefeuille important de valeurs d'état dont la réalisation, espérait-on, à un moment quelconque, devait avoir pour effet d'accroître les dettes des Banques adhérentes envers les Banques Fédérales de Réserve et de s'opposer par là à toute tendance à une expansion trop rapide de crédit.

On trouve au mois de Mai 1927 un exemple d'un recours plus direct aux opérations sur le marché libre en vue de neutraliser les mouvements de l'or. Au mois d'Avril de la même année, la Banque de France put rembourser à la Banque d'Angleterre un emprunt de \$ 160 Millions que celle-ci lui avait consenti auparavant. Cet emprunt avait été garanti par un dépôt d'environ \$ 80.000.000 et lorsque cet or se trouva libéré, la Banque de France commença de l'expédier à New-York par lots de \$ 10.000.000 ; lorsque \$ 30.000.000 furent ainsi expédiés, les Banques Fédérales de Réserve se préoccupèrent d'arrêter ce mouvement d'importation d'or et surtout d'empêcher une expansion de crédit au second degré, qui n'aurait pas manqué de se produire, en achetant le solde de \$ 60.000.000 pour empêcher son importation à New-York. Normalement cet achat aurait eu pour résultat de mettre \$ 60.000.000 à la disposition du marché monétaire et de permettre ainsi une expansion de crédit quinze fois supérieure ; cependant cet achat fut accompagné d'une vente de valeurs d'un montant équivalent, de sorte que l'influence de la première opération se trouva directement neutralisée par la seconde.

Dans la poursuite de leur politique d'ajustement du

volume du crédit aux besoins des affaires, les Banques Fédérales de Réserve trouvèrent un moyen auxiliaire dans la mise en circulation de l'or. En effet, d'après le Fédéral Réserve Act, les Banques Fédérales de Réserve sont autorisées à émettre, comme contre-partie de l'or qu'elles reçoivent, soit des billets garantis à 40 %, soit des certificats d'or qui son gagés à 100 %. Depuis 1922 où le stock d'or passa à plus de \$ 3 Milliards, commença la mise en circulation de certificats or et c'est ainsi qu'à partir de cette date jusqu'en 1928, les Banques Fédérales de Réserve émirent pour \$ 1.100.000.000 de certificats or. Depuis 1928 jusqu'en 1930, le chiffre des certificats or en circulation s'est abaissé à \$ 995.000.000.

Sans attribuer à cette mesure les effets résorbants qu'aurait eue une véritable politique de « stérilisation de l'or », on peut cependant reconnaître qu'en plus d'une influence psychologique qui aurait contribué à éviter une expansion au second degré, cette pratique se soit montrée assez souple et suffisamment inoffensive pour la situation de l'encaisse des Banques Fédérales de Réserve. Ainsi, si l'encaisse des Banques Fédérales de Réserve a besoin d'être renforcée, l'or peut être rapidement retiré de nouveau de la circulation et remplacé par les billets de Réserve Fédérale, étant donné que la monnaie de papier rentre dans les caisses des Banques Fédérales de Réserve deux fois et demie (1) par an environ. Tout le problème consiste pour les Banques Fédérales de Réserve à arrêter la circulation et à retenir les certificats or à l'entrée de ses guichets et à les remplacer dans la circulation par le montant

(1) Burgess, *op. cit.*

équivalent des billets de réserve. Ce moyen permet d'arrêter un fléchissement rapide du rapport de couverture dû à une éventuelle exportation d'or.

Malgré les soins qu'avaient pris les Dirigeants des Banques Fédérales de Réserve pour éviter qu'il se produise une trop grande extension de crédit basée sur l'or accumulé, la prospérité américaine reposa sur une trop grande abondance de crédit et les prix eux-mêmes qui avaient haussé de 50 à 75 % depuis 1913, rendaient nécessaire pour les besoins de transactions, un plus grand volume de crédit bancaire.

Malgré tous les avertissements sur la possibilité que le métal pouvait ne pas demeurer éternellement aux Etats-Unis et qu'une grande partie de celui-ci était représentée par des créances directes que les étrangers pouvaient faire brusquement valoir un jour, les Banques Fédérales de Réserve n'ont pas été en mesure de contenir l'amplification du crédit dans les limites qu'elles auraient désiré lui imposer. A en juger d'après les événements qui se sont passés aux Etats-Unis depuis 1927, le Système Fédéral de Réserve ne paraît pas toujours avoir été à même d'affronter sans danger un mouvement considérable d'exportations d'or, sans que les conditions du crédit n'en soient profondément bouleversées, ceci d'autant plus que les seuls avoirs des banques d'émission étrangère déposés à New-York étaient évalués, au mois de Juin 1927, à environ \$ 1 Milliard. Bien qu'ayant pratiqué une politique ayant toujours en vue la possibilité des retraits massifs, les Dirigeants des Banques Fédérales de Réserve n'ont pas été sans éprouver une appréhension devant la perspective que cette éventualité se réalisât.

En effet, lorsque les premières exportations d'or, indépendantes de la volonté des Banques Fédérales de Réserve se produisirent en 1927, les Dirigeants du Système de Réserve durent adopter des mesures pour neutraliser les répercussions que n'auraient pas manqué de susciter ces retraits d'or sur les conditions du marché monétaire américain. Dans le second semestre de 1927, les banques avaient agi en vue d'éviter le resserrement du marché monétaire qui aurait, sans cette mesure, été une conséquence naturelle des exportations d'or d'abord, et de l'accroissement des demandes d'es-compte qui sont normales pendant cette saison, ensuite. De plus, vers la même époque, le commerce accusa un grave ralentissement et l'indice des prix du Bureau du Travail des Etats-Unis se chiffrait à 139.

Pour tenter de remédier à cet état de choses, les Banques Fédérales de Réserve achetèrent au cours des derniers mois de 1927, pour \$ 415.000.000 d'obligations d'état et d'effets de commerce. Ces mesures s'étaient montrées efficaces pour éviter un resserrement monétaire et le taux d'intérêt de l'argent à terme s'est maintenu entre 4 et 4,25 % (1). Il est curieux d'observer que, tandis que jusqu'en 1927 les Banques Fédérales de Réserve n'ont opposé aucune résistance aux exportations d'or, à partir de cette date, à cause principalement des graves symptômes de ralentissement des affaires et aussi du fait que le volume des transactions avait été tel qu'il continuait de nécessiter l'emploi du volume entier de crédit bancaire en circulation, les Dirigeants des Banques Fédérales de Réserve décidèrent de complètement neutraliser les effets d'exportation d'or par une politique appropriée sur le marché libre

(1) Documents Sélectionnés soumis à la Délégation de l'Or.

Le niveau des prix or, comme nous l'avons mentionné plus haut, dépassait de 50 à 75 % celui de 1913, et les réserves bancaires plus élevées étaient nécessaires, surtout étant donné la tendance vers la baisse des prix qui se dessinait, pour tenter de s'opposer par des moyens monétaires à celle-ci.

Il apparaît ainsi nettement que cette politique de l'or destinée spécialement à traiter les mouvements du volume de crédit en rapport avec ceux de l'or, a subi un échec complet parce que les Banques Fédérales ne sont pas parvenues à réaliser le but qu'elles se proposaient d'atteindre, celui d'empêcher une trop grande extension de crédit.

Il importe maintenant de voir si la seconde partie de leur programme politique, celui qui concerne les mouvements de l'or provoqués et destinés à aider le Système de l'étalon-or dans son fonctionnement, a répondu aux espérances qui paraissent avoir été placées en lui.

Pendant toutes les années d'importations d'or, à partir de 1921, les Banques Fédérales de Réserve sont restées en contact avec les Autorités des principales Banques Centrales d'Europe, en vue de restreindre, dans la mesure du possible, l'ampleur que commençait à prendre cet afflux d'or par une action concertée ; d'autant plus que cet afflux d'or commença de bonne heure à exercer une influence inflationniste sur le marché des titres et sur les autres marchés spéculatifs, et que les Dirigeants des Banques Fédérales de Réserve paraissent avoir entrevu que peut-être il ne sera pas toujours en leur pouvoir de contrôler strictement l'expansion de crédit qui se dessinait. Par ailleurs, loin d'être

considérées comme favorables, du moins dans les premières années de ce processus d'importations d'or, celles-ci avaient été souvent jugées anormales, provisoires, et les Etats-Unis ont été regardés en quelque sorte comme des dépositaires de l'or européen.

Dans la poursuite de ces desseins, qui paraissent plutôt avoir été destinés à empêcher une trop importante accumulation d'or aux Etats-Unis qu'à tendre à réaliser une véritable redistribution de cet or qui allait s'amasant dans ce pays, les Dirigeants des Banques Fédérales de Réserve se sont principalement servis de deux moyens : les tractations directes avec quelques banques centrales européennes qui s'efforçaient alors de reconstituer leur encaisse en vue du retour de ces pays à l'étalon-or, et en outre, une certaine politique du taux de l'escompte de complaisance qu'en maintes occasions le Système de Réserve paraît avoir pratiqué.

Nous avons déjà fait allusion plus haut aux limites qu'imposèrent l'accumulation de l'or et la situation économique internationale des Etats-Unis, à la liberté des mouvements des Dirigeants du Système de Réserve en ce qui concerne l'établissement de leur taux d'escompte. Nous avons vu que dans la détermination de celui-ci, le Système de Réserve devait continuellement prendre en considération les répercussions que ne manquaient pas de produire chacune de leurs décisions en matière d'escompte. Cependant, la situation monétaire aux Etats-Unis laissait aux Dirigeants des Banques Fédérales de Réserve, jusqu'aux toutes dernières années d'avant la crise, une certaine latitude, bien qu'elle ne nous paraisse pas devoir être exagérée, quant à la politique de l'escompte qu'ils croyaient opportun d'appliquer.

Mais la nécessité même qui ressort ainsi d'avoir une politique d'escompte principalement destinée à enrayer, dans la mesure du possible, ce processus de l'accumulation de l'or qui, au cours de ces années, avait été si défavorablement jugé par les Dirigeants du Système de Réserve, est un argument de plus en faveur de la thèse de ceux qui soutiennent que c'est à cause du mauvais fonctionnement de l'étalon-or que ce phénomène s'est manifesté.

4°) La politique internationale de l'or des Banques Fédérales de Réserve

L'Economie Politique théorique enseigne que les capitaux, dans leurs déplacements internationaux, sont uniquement guidés par le souci du bénéfice et que c'est le taux d'intérêt qui détermine le courant des capitaux. Pourtant les événements de ces dernières années sont aussi la preuve de l'intervention d'un autre facteur d'une essence différente qui a souvent déterminé la direction du courant international des capitaux. M. Aftalion l'a déjà constaté et il note que « s'il intervient le
« facteur défiance, les majorations mêmes massives du
« taux de l'escompte, n'empêcheront pas la fuite de l'or
« ainsi qu'on l'a constaté à diverses reprises en Alle-
« magne » (1).

Cette politique du taux de l'escompte de complaisance paraît avoir été suivie par le Système de Réserve, ayant surtout en vue les difficultés qui n'auraient pas manqué d'assaillir la Banque d'Angleterre si celle-ci venait à subir une importante perte d'or, et c'est ainsi

(1) Aftalion. *L'or et sa distribution mondiale*, page 71.

que le taux de l'escompte des Banques Fédérales de Réserve fut souvent établi en tenant compte aussi de la situation monétaire anglaise. Ainsi la réduction du taux d'escompte de 4 à 3 1/2 % à laquelle procédèrent les Banques Fédérales de Réserve au mois d'Août 1927, paraît avant tout avoir été déterminée par le souci d'aider la Banque d'Angleterre. Quelques mois auparavant, celle-ci avait dû ramener son taux d'escompte de 5 à 4 1/2 % parce qu'un resserrement des affaires s'était dessiné alors en Angleterre et que les Autorités de la Banque d'Angleterre crurent y remédier par un abaissement du taux de l'escompte, mais dès le mois de Juillet 1927, les mouvements des changes indiquèrent que cette mesure avait été défavorable à la tenue de la Livre, et qu'un mouvement de sortie de l'or se dessinait de Londres à New-York. C'est pour enrayer ces nouvelles importations d'or que les Banques Fédérales de Réserve auraient aussi abaissé leur taux d'escompte. Cette mesure paraît avoir produit les effets escomptés, car en vérité les importations d'or à destination de New-York cessèrent. Bien que ce soit là un succès pour la politique de l'escompte des Banques Fédérales de Réserve, celui-ci apparaît comme une réussite plutôt sporadique et d'une façon générale leur politique de l'escompte s'est manifestée plutôt incapable d'influer considérablement sur les mouvements de l'or.

Les Autorités du Système de Réserve sont en outre entrées en négociations directes avec les Dirigeants de diverses banques centrales européennes pour leur fournir un appui dans la reconstruction des systèmes monétaires européens. Les Etats-Unis se devaient de participer au relèvement européen, aussi un peu parce

que c'était le désordre financier du vieux Continent qui avait dirigé sur les Etats-Unis toute cette quantité d'or. Ce trouble économique et monétaire dont souffrait alors l'Europe ne détermina pas seulement cet afflux d'or dangereux comme précurseur de l'inflation, mais causa encore d'autres maux dans les différents pays européens.

Les Etats-Unis avaient le plus grand intérêt au rétablissement de la situation européenne, parce que le désordre des finances d'abord et des changes ensuite, restreignait sensiblement les exportations américaines en Europe et par ailleurs, constituaient un facteur dangereux de l'instabilité pour les prix mondiaux.

Le grave déséquilibre dans la répartition mondiale de l'or paraissait loin de s'arrêter, et il était évident que le mécanisme de l'étalon-or qui, théoriquement du moins, devait tendre à opérer une redistribution automatique de l'or dès que l'équilibre de la distribution est rompu, ne fonctionnait plus.

La politique du taux de l'escompte, bien qu'ayant pu à certains moments, exercer une influence dans le sens d'un meilleur équilibre dans la distribution mondiale de l'or, ne constituait pas un moyen suffisamment efficace pour rétablir automatiquement cet équilibre. Il est vraisemblable que ce soit ces considérations qui ont induit les Dirigeants du Système de Réserve à participer plus directement à rétablir cet équilibre en aidant les banques centrales de divers pays européens dans leurs efforts de rétablissement de l'étalon-or.

La politique du taux de l'escompte que le Système

Fédéral de Réserve avait pratiqué, mérite que justice lui soit rendue en tant qu'il paraît avoir une part déterminante à ce moment dans l'arrêt des importations d'or aux Etats-Unis. Les exportations d'or cependant, n'ont pas été causées par les effets automatiques de la théorie de la distribution équitable de l'or dans le monde.

Ainsi que l'a noté M. Aftalion (1), on n'a pas assisté en 1927 et 1928 à une hausse de prix aux Etats-Unis, laquelle aurait été suivie d'excédents considérables d'importations des marchandises sur les exportations, cet excédent d'importations persistant tant qu'il ne doit entraîner d'exportations d'or. D'ailleurs les Dirigeants mêmes du Système de Réserve paraissent avoir considéré tous ces moyens comme des palliatifs et non comme de véritables remèdes à opposer à cet afflux d'or.

D'après Burgess : « le désordre financier qui a
« amené aux Etats-Unis une telle quantité d'or résidait
« dans la dépréciation et la variabilité des changes
« étrangers et le seul remède effectif était la stabilisa-
« tion des monnaies intéressées. Ce trouble monétaire
« n'engendra pas seulement l'afflux d'or précurseur
« d'inflation, mais causa encore d'autres maux, il res-
« treignit la mesure dans laquelle l'Europe pouvait ache-
« ter les produits américains et entraîna l'instabilité des
« prix, il réagit sur les achats américains des marchan-
« dises à l'étranger. Il désorganisa les opérations finan-
« cières et internationales et il les livra à la spécula-
« tion » (2).

(1) Aftalion. L'or et sa distribution mondiale, p. 73 et s.

(2) Burgess, Les Banques Fédérales de Réserve et le marché monétaire de New-York, p. 284.

C'est ainsi que le Système de Réserve fut amené à accorder à la Banque d'Angleterre un crédit de \$ 200.000.000 en Avril 1925 et de participer, au mois d'Octobre 1926, à l'emprunt international Belge de stabilisation de \$ 100.000.000.

Ainsi, en définitive, il nous semble que le Système Fédéral de Réserve, tandis qu'il favorisa une certaine tendance vers une redistribution des stocks d'or en 1925 et 1926, y devint opposé par la suite, à cause principalement des raisons auxquelles nous avons fait allusion plus haut (1), et que tous les retraits d'or qui purent être enregistrés en 1927 et 1928, ont été faits contre le gré des Dirigeants des Banques Fédérales de Réserve et furent toujours, en grande partie, dûs aux rapatriements importants de capitaux européens. Pendant les années 1927 et 1928, il fut retiré des Etats-Unis pour \$ 250.000.000 de capitaux français qui avaient fui devant la dépréciation du franc. Il nous semble donc manifeste que, si ces mouvements des capitaux ne sont pas dûs aux effets du système de l'étalon-or, parce que, comme l'a noté M. Aftalion, il ne s'était pas produit aux Etats-Unis aucune des conséquences habituelles des importations d'or et on n'yregistra ni hausse de prix, ni excédent d'importations sur les exportations, ils n'ont pas été provoqués non plus par une décision délibérée du Système de Réserve, en vue d'aider à une meilleure redistribution de l'or mondial. Nous en voyons la preuve dans les achats de valeurs qu'effectuèrent les Banques Fédérales de Réserve dans la seconde moitié de 1927, pour \$ 115.000.000 et qui paraissent nettement avoir été destinés à pallier aux effets restrictifs de ces retraits d'or sur le volume du crédit bancaire.

(1) Voir pages 106 et suivantes.

Vers la fin de la période d'entre les deux crises, les Banques Fédérales de Réserve n'ayant pas pu maintenir l'amplification de crédit dans les limites qu'elles se proposaient de lui imposer, paraissent avoir perdu tout pouvoir, en ce qui concerne une redistribution des stocks d'or, en vue d'entreprendre une politique appropriée dans ce but. Les pires éventualités qui avaient été envisagées au début de cette période d'accumulation de l'or dans les milieux bancaires américains, étaient ainsi sur le point d'être réalisées et tout nouveau retrait d'or d'une certaine importance, pouvait mettre en danger l'édifice entier du crédit sur lequel reposait la prospérité américaine.

Dans un prochain chapitre (1), nous nous proposons d'examiner les circonstances qui vont immédiatement précéder l'éclatement de la crise et l'importance qu'à eu, pour la prolongation de la période ascendante du cycle des affaires, l'afflux des capitaux européens attirés par les augmentations massives du taux de l'es-compte des Banques Fédérales de Réserve, de même que l'influence décisive que paraît avoir exercé sur l'éclatement de la crise, au mois d'Octobre 1929, le retrait des capitaux britanniques qui avaient été engagés dans la spéculation sur les valeurs à New-York. Ainsi, malgré l'extension considérable des crédits bancaires, et à cause du fait qu'une bonne partie de ceux-ci furent détournés des emplois commerciaux et dirigés sur la spéculation, l'économie américaine aurait pu souffrir à ce moment décisif de l'insuffisance des réserves et des crédits bancaires (2).

(1) Voir Chapitre V.

(2) Roberts : Les Documents sélectionnés soumis à la Délégation de l'or, page 58.

CHAPITRE IV

L'étalon-or et la monnaie dirigée

1°) Le système de l'étalon-or après la guerre

La chronique économique depuis 1929 est pleine d'événements qui confirment tous l'échec éclatant qu'a subie la politique de monnaie dirigée. Celle-ci a été impuissante à empêcher l'éclatement final de la crise, et l'existence de ce seul mérite que d'aucuns lui attribuent, celui d'avoir prolongé la durée de la prospérité de la phase ascendante du cycle des affaires, est encore débattu. Cette politique de monnaie dirigée s'est avérée incapable d'empêcher qu'il se produise une trop grande et indésirable extension de crédit.

Dans un autre chapitre (1), nous avons essayé d'analyser les causes de la carence des moyens qu'avait le mécanisme de cette politique à sa disposition pour tenter d'opérer un meilleur ajustement du volume du crédit à celui des affaires, de même que les effets de tous les facteurs qui ont contribué à rendre inopérants les freins qu'une banque d'émission peut théoriquement actionner pour empêcher qu'il se produise une disproportion entre le volume des moyens de paiement et celui des affaires. Même ce que certains économistes ont appelé le « mérite » de cette politique, à savoir le fait que celle-ci aurait prolongé la durée de la prospérité, nous semble plutôt un mal, du point de vue des possibilités de reprise dans le cycle suivant parce que la prolongation artificielle de la phase ascendante d'un cycle qui touche à sa fin est de nature à accentuer encore les

(1) Voir Chapitre V.

déséquilibres qui se sont déjà créés au cours de ce cycle, et aussi d'en former de nouveaux. Cette situation est aussi pleine de dangers pour l'évolution du cycle ultérieur, étant donné que c'est toujours au cours de la phase ascendante du cycle précédent que se créent certaines situations susceptibles de peser sur l'allure de l'évolution de ce cycle ultérieur. Avant même que la reprise se produise, la liquidation de toutes les situations en déséquilibre pendant la période de crise, est d'autant plus malaisée et plus longue, que ces déséquilibres ont été plus accentués.

Le degré de gravité qu'a atteint la crise actuelle, pourrait aussi résulter de ce que son éclatement, rendu inévitable par la manière dont les affaires ont été conduites, a été retardé. Si la crise avait éclaté plus tôt, les nombreux déséquilibres qu'elle avait à liquider auraient été moins accusés et tout le processus de liquidation se serait opéré plus facilement.

Pour beaucoup d'économistes, une des causes de la crise actuelle se trouve dans le mauvais fonctionnement de l'étalon-or après la guerre. De nouvelles pratiques monétaires qui, après la guerre, finirent par être adoptées par toutes les principales banques d'émission, auraient faussé le mécanisme de l'étalon-or, et auraient, par voie de conséquence, été une des causes de toutes ces mauvaises adaptations que la chronique monétaire et financière de ces dernières années nous a si fréquemment révélées.

Il serait important de déterminer la part qu'aurait eue la politique de monnaie dirigée qu'ont pratiquées les Banques Fédérales de Réserve pendant la dernière

période décennale, dans ce qu'on a appelé « l'altération du fonctionnement de l'étalon-or ». Autrement dit, pour combien le mécanisme de l'étalon-or aurait-il été faussé, du fait que les Banques Fédérales de Réserve ont pratiqué une politique de monnaie dirigée ?

Dans un précédent chapitre (1), nous avons essayé d'analyser les différents aspects de la politique de monnaie dirigée, les critères dont elle s'inspire, son esprit, et les finalités auxquelles elle tend. Pour déterminer les répercussions qu'éventuellement cette politique a pu avoir sur le fonctionnement du mécanisme de l'étalon-or, il est nécessaire de confronter, non seulement les techniques différentes de ces deux « systèmes de politique monétaire » (2) mais encore et surtout, l'esprit diamétralement opposé de ces deux systèmes.

Le système de l'étalon-or, quelle que soit la définition qu'on en accepte et la finalité qu'on veut surtout avoir en vue, nous paraît être essentiellement un système de coopération et de solidarité internationale. Que l'on veuille y voir un système théorique de l'équilibre dans la distribution mondiale de l'or, ou bien un système de l'équilibre des prix dans tous les pays qui se soumettent à celui-ci, son parfait fonctionnement ne peut être assuré que si tous les pays qui en font partie s'y soumettent totalement, sans restriction ni arrière-pensée, et ne tentent d'en entraver subrepticement le fonctionnement, par aucune mesure monétaire d'un caractère national.

A l'opposé de cette conception, toute idéale et théo-

(1) Voir chapitre II.

(2) Rapport de la Délégation de l'Or.

rique d'ailleurs de l'esprit du système de l'étalon-or, se trouve ce que nous appellerons « l'esprit de la monnaie dirigée ». Celui-ci, de par les finalités auxquelles cette politique paraît tendre, procède du « sacré égoïsme » national que la guerre a légitimé et même tant exalté. Dans le cas américain, il s'est peu à peu dégagé de tout cet ensemble de différentes mesures monétaires qui a constitué la politique de monnaie dirigée. Sa manifestation essentielle a toujours été cette tendance de conserver au profit des Etats-Unis la position économique privilégiée que la guerre leur a valu. Cet esprit hégémonique ne peut être qu'en absolue contradiction avec celui qu'aurait dû être l'esprit d'un système idéal d'étalon-or. Le fonctionnement théoriquement parfait de l'étalon-or, ne pourrait être assuré que par l'acceptation d'un automatisme aveugle dans son fonctionnement. De cette manière, la plus parfaite coopération et solidarité internationales seraient d'autant plus aisément réalisées, qu'on se soumettrait avec plus d'abnégation aux effets que nécessairement produit le mécanisme du système. Ce qu'il y a de paradoxal, c'est que cette coopération internationale serait d'autant plus facilement réalisable qu'il y aurait plus d'indifférence entre les banques centrales faisant partie du système de l'étalon-or. Celui-ci nous paraît formellement exclure tout idée de coopération dans le sens d'une entr'aide mutuelle entre les banques d'émission, lesquelles ne doivent se préoccuper uniquement que de la défense de leur encaisse métallique.

Cependant telle n'est pas l'opinion de nombreux économistes qui continuent de préconiser une coopération étroite, justement dans le sens de l'entr'aide, des prin-

cipales banques d'émission. Pour Zolotas, cette coopération devrait tendre au maintien d'un équilibre des prix et des taux d'escompte.

A cet effet, les banques centrales qui auraient souscrit à une telle convention de solidarité, s'engageraient à laisser les mouvements d'or exercer leurs effets naturels et à ne faire subir au taux d'escompte que les modifications rendues nécessaires par la pratique libre de l'étalon-or. En définitive, une telle convention se résumerait dans l'obligation qu'assumeraient les banques centrales qui l'auraient souscrite, à ne pas gêner le bon fonctionnement de l'étalon-or. Mais, ainsi, la conclusion d'une telle convention serait sans objet, parce que c'est justement le libre jeu du système de l'étalon-or qui produirait lui-même tous ces effets. Cette convention ne serait qu'un pacte d'adhésion au système de l'étalon-or et ne tendrait nullement à aucune autre espèce de coopération, que celle qu'impose aux adhérents du système, son jeu normal.

Un autre point sur lequel devrait porter une convention de coopération, est la conclusion d'un pacte d'assistance mutuelle de crédits. Les banques signataires de ce pacte devraient s'engager à venir en aide, au moyen d'un octroi de crédit, à celles d'entre elles qui se trouveraient momentanément dépourvues d'or, afin d'assurer le maintien du système de l'étalon-or. Un pacte éventuel dans ce sens, ne nous paraît pas pouvoir constituer un but pour une bonne pratique de collaboration internationale entre les banques centrales ; l'assistance que certaines banques recevraient, ne serait qu'un remède momentané, et la perspective d'une assistance toujours

possible, ne peut pas constituer un régime normal pour la saine pratique de l'étalon-or (1).

A cet égard, et en ce qui concerne la politique qu'ont pratiquée avant la guerre les banques d'émission, l'opinion de Burgess (2) nous paraît erronée, notamment lorsqu'il prétend que cette politique de défense d'encaisse a été uniquement celle des banques d'émission européennes, et que les banques nationales des Etats-Unis, avant la guerre, n'en ont jamais pratiqué de semblable. Ayant appartenu au système de l'étalon-or, de même que ces banques d'émission européennes auxquelles il fait allusion, les banques nationales américaines ont poursuivi exactement la même politique et se sont servi des mêmes moyens à ces fins. La solidarité et la coopération internationale impliquent aussi l'acceptation de la part de toutes les nations, d'une certaine statique économique mondiale, dans le sens d'une reconnaissance des positions économiques respectives qu'elles avaient acquises les unes vis-à-vis des autres, et excluent toute idée de prédominance, autre que celles qui résultent des différents ordres de grandeur économique de divers pays. Tous les états faisant partie du système de l'étalon-or se seraient mis d'accord, par l'acceptation même du système, pour ne pas rechercher de bénéfices et de prospérité en dehors des échanges honnêtes des marchandises et des capitaux.

Cela ne nous paraît pas avoir été le but des différentes politiques monétaires nationales qu'avaient pratiquées les principales banques d'émission du monde

(1) L'étalon-or en théorie et en pratique, Zolotas, p. 208 et s.

(2) Les Banques Fédérales de Réserve et le marché monétaire de New-York, p. 207, Burgess.

après la guerre. Les uns prétendaient maintenir certaine situation privilégiée que leur pays avait acquis pendant la guerre, tandis que les autres, d'accord d'ailleurs avec leur gouvernement respectif, s'efforçaient de faire réoccuper à leur pays le même degré d'importance économique relative que ceux-ci possédaient avant la guerre.

Dans cette rivalité d'intérêts, il n'y avait pas de place pour un système monétaire international automatique. Son « climat » est tout autre que celui qui a existé après la guerre.

Dans une conférence qu'il a faite à l'Ecole des Sciences Politiques, M. Pierre-Etienne Flandin a souligné qu'au cours des différentes réunions monétaires et financières qui se sont succédées depuis la guerre, toutes les mesures préconisées tendaient justement à supprimer l'automatisme de l'étalon-or. On ne voulait plus de ce « monarque absolu » (1) comme l'a surnommé Rueff.

Ce dont on ne voulait surtout plus était plutôt l'esprit du système que les différentes formes qu'il pouvait parfois et par endroit revêtir, lesquelles ont d'ailleurs survécu à l'esprit du système.

2°) La définition de l'étalon-or. Le système de l'étalon-or et la théorie quantitative

A propos de la diversité des formes sous lesquelles le système de l'étalon-or a été pratiqué avant la guerre, la Délégation de l'Or attire particulièrement l'attention

(1) Conférence de M. Jacques Rueff à l'Ecole des Sciences Politiques, 17 Mars 1932.

sur le fait qu'il n'y a pas eu, même avant la guerre, une forme universellement pratiquée de l'étalon-or. Celui-ci avait en effet subi des changements très importants depuis l'époque de son adoption générale, au cours de la seconde moitié du XIX^e siècle, et son fonctionnement s'est continuellement adapté aux conditions variables de la vie économique. En plus de ces variations dans le temps, le fonctionnement du système n'a jamais été exactement le même dans tous les pays qu'on range habituellement parmi les pays ayant appartenu au système.

La Délégation de l'Or a fait sienne la définition classique de l'étalon-or. D'après celle-ci, le système devrait normalement posséder les caractéristiques suivantes : l'acceptation par les gouvernements, à des prix fixes et sans aucune limite, de l'or pour la frappe des monnaies, la libre circulation des monnaies d'or comme moyen de paiement légal, avec pouvoir libératoire illimité, la liberté complète d'importation et d'exportation d'or. Ainsi présenté, le fonctionnement de ce mécanisme des échanges internationaux qu'est l'étalon-or, peut bien apparaître comme l'instrument le plus merveilleux de coopération internationale qui ait jamais existé. Cet étalon-or idéal fut-il jamais pratiqué ?

La Délégation de l'Or qui l'a ainsi défini met elle-même en garde contre la croyance qu'on pourrait être tenté d'avoir qu'un système pareil et surtout immuable ait jamais existé, et constate que le système subissait des modifications continues sous l'empire des circonstances variables de la vie économique.

Nous avons fait allusion plus haut (1) aux diverses fi-

(1) Voir page 129.

nalités auxquelles peut tendre le système, et nous avons dit que certains économistes y voient un mécanisme automatique d'aménagement du pouvoir d'achat de l'or, tandis que les autres, parmi lesquels se trouve aussi M. Aftalion, n'accordent à ce système que d'être tout au plus un mécanisme de distribution équitable de l'or dans le monde, contestant qu'il puisse s'agir d'un mécanisme automatique d'aménagement du pouvoir d'achat. D'ailleurs, ce pouvoir d'effectuer l'équilibre dans la distribution mondiale de l'or, le système ne tendrait à le réaliser que très vaguement et d'une façon plutôt indirecte.

Se basant sur les expériences de faits récents et d'avant-guerre, M. Aftalion conteste au système tout pouvoir automatique d'aménager le pouvoir d'achat de l'or, de même que d'en assurer une distribution parfaite et équitable dans le monde. A son avis, le seul effet certain du système est celui que produisent les taux de l'intérêt et de l'escompte. Les pays où l'or abonde, voient baisser ces taux, et il s'établit un courant continu des capitaux de ces pays à destination des pays pauvres en or et où le taux de l'escompte et celui de l'intérêt sont nécessairement plus élevés.

Les effets du système de l'étalon-or, soit qu'on leur attribue la tendance à aménager le pouvoir d'achat de la monnaie, soit celle d'opérer une distribution équitable de ce métal dans le monde, sont en réalité ceux de la théorie quantitative. D'après celle-ci, toute nouvelle quantité d'or incorporée à la circulation d'un pays exercerait une tendance vers la hausse des prix dans ces pays et serait susceptible de créer un état de choses

tel que les revenus de la population augmenteraient : elle provoquerait par conséquent un accroissement de la demande des marchandises à l'achat desquelles ce revenu a été employé.

Pour agir sur la demande des marchandises dans le sens indiqué, il faudrait que tout nouvel arrivage d'or se produise au cours d'une ère de prospérité, lorsque les affaires sont bonnes, quand les revenus augmentent, et lorsque, en général, existe un besoin constant de crédits nouveaux. Si par contre, l'or arrive au cours d'une période de dépression, quand les affaires sont stagnantes et quand nul besoin de crédits nouveaux n'existe, cet or nouveau ne sert qu'à grossir les encaisses des banques ou à diminuer leurs dettes vis-à-vis de la banque d'émission, et par conséquent ne peut produire aucun effet sur la demande des marchandises. Ce n'est qu'au cours de la prospérité des affaires, lorsqu'il existe un besoin de crédit, que le nouvel or, par la voie des nouveaux crédits, augmente les revenus des consommateurs et peut avoir des effets sur l'augmentation de la demande des marchandises.

Toujours d'après la théorie quantitative, à la suite de cette hausse des prix intérieurs, les marchandises étrangères dont les prix ne seraient pas relevés dans la même proportion, trouveraient un marché plus facile et les marchandises nationales seraient moins recherchées par l'étranger. Les importations des marchandises du pays qui a vu affluer l'or chez lui augmenteraient en quelque sorte parallèlement, tandis que ses exportations enregistreraient un recul. La théorie voudrait que ce processus se poursuive tant qu'un nouvel équilibre

ne se sera pas rétabli entre les importations et les exportations des marchandises. Si au cours de ce processus, à un solde actif de la balance commerciale succédait un solde passif, l'excédent des importations devrait être soldé au moyen d'une exportation d'or, tout afflux d'or serait ainsi susceptible de déclencher une série d'événements qui, finalement, aboutiraient à un nouvel équilibre et à un renversement du courant de l'or. Pendant le même temps le pays exportateur d'or verrait se produire une suite d'événements inverses. Comme suite à la réduction des prix, elle-même consécutive à la perte d'or que le pays aurait subi, les revenus auraient été réduits, les exportations stimulées et les importations entravées. La théorie quantitative voudrait que par suite de l'existence de ces processus contraires dans les deux pays entre lesquels s'est établi ce courant d'or anormal, celui-ci produise des effets automatiques et réciproques susceptibles de rétablir l'équilibre.

Les répercussions des mouvements internationaux d'or dépendent de la façon dont cet or s'incorpore à la circulation monétaire du pays où il afflue. Tout l'or nouveau qui arrive dans un pays peut exercer une influence sur la circulation monétaire de différentes manières. En effet, tout accroissement du stock d'or peut avoir plusieurs emplois possibles. Si tout l'or importé passait directement dans la circulation sans grossir les réserves des banques, l'augmentation de la circulation serait équivalente au montant de cet or sans pouvoir le dépasser ; si par contre l'or entrait directement dans les caisses d'une banque centrale autorisée à émettre des billets à concurrence d'un pourcentage de son encaisse, les limites que peut atteindre l'augmentation du pouvoir d'achat seraient plus élevés.

Cette hypothèse de l'or arrivant dans un pays et se déversant directement dans la circulation, ne peut être envisagée que si l'or est le seul moyen d'échange, aussi bien dans le cadre national que dans le cadre international. Ces mouvements d'un pays à l'autre seraient susceptibles, dans ce cas, d'engendrer automatiquement dans chaque pays des modifications dans la quantité de monnaie en circulation, et pourraient, ainsi exercer un effet direct sur les prix. Par ailleurs, chaque accroissement ou diminution de la quantité de monnaie, qu'il s'agisse de monnaie métallique uniquement, ou de monnaie fiduciaire, gagée par l'or, n'a de pouvoir sur les prix que dans la mesure où il en peut résulter un accroissement de la demande des marchandises, et aussi dans la mesure où cet accroissement de la demande peut agir sur les prix dans un sens déterminé.

Dans un article qu'il a publié dans la Revue d'Economie Politique, M. Nogaro a étudié les relations possibles entre les variations du stock monétaire et les variations des prix. Pour Nogaro, l'or nouvellement importé et les billets nouveaux émis sur la base de cet or, ne peuvent agir sur les prix que si cette augmentation des disponibilités monétaires s'est traduite, soit par une augmentation des revenus des consommateurs, soit par un accroissement des sommes mises à la disposition des entreprises. Par ailleurs, tout nouvel accroissement des disponibilités monétaires est susceptible de provoquer beaucoup plus sûrement une hausse des prix des matières premières, qu'une hausse des prix des produits fabriqués, et Nogaro ajoute « que sur
« le marché des matières premières, de celles notam-
« ment dont la récolte a fixé pour longtemps la quan-

« tité disponible, une augmentation de la demande, « fonction de l'augmentation des disponibilités monétaires, doit avoir pour conséquence une hausse de « prix, et dans ce cas le résultat pratique sera sans « doute le même que s'il y avait offre et demande de « monnaie pour effectuer des échanges » (1).

Pour les produits fabriqués, il en serait autrement à cause des plus grandes possibilités d'adaptation que possède la production de ces objets, laquelle est susceptible de s'adapter très vite à la demande pour qu'il n'en puisse résulter aucune hausse de prix. Seule, une très grande variation dans la quantité de monnaie serait de nature à produire les effets conformes à la théorie quantitative, « notamment dans l'hypothèse qu'un accroissement énorme de la quantité de monnaie mise en circulation, quand il est impossible que l'offre s'adapte « à une demande démesurément accrue, la hausse de « prix apparaît inévitable ; par contre, lorsqu'il s'agit « de variations assez limitées dans la quantité des « moyens mis en circulation, qui se traduira d'abord « par une augmentation du crédit octroyé aux entreprises, il est assez difficile d'affirmer, *a priori*, que l'action dans le sens de la hausse exercée sur les matières « premières, fera plus que compenser les effets dans le « sens de l'augmentation de la production et partant, « de l'offre des produits finis qui résultera d'un crédit « facile et à bon marché ».

La conclusion de l'article de Nogaro est défavorable pour les effets supposés de la théorie quantitative. Nogaro croit que, « étant donné le régime monétaire ac-

(1) Nogaro, Revue d'Economie Politique, février 1931.

« tuel qui repose sur l'étalon-or en ce qui concerne les
« règlements internationaux, mais qui comporte une
« très large faculté d'adaptation automatique des moyens
« de règlements aux besoins de transactions, on ne sau-
« rait affirmer, ni *a priori* ni après examen des faits,
« que le développement dans la circulation a exercé,
« exerce ou exercera, une action déterminée sur le mou-
« vement des prix ».

C'est une double condamnation de l'enseignement de la théorie quantitative et de cette « très large faculté
« d'adaptation automatique des moyens de règlements
« aux besoins de transactions ».

Sans doute est-il exagéré d'attribuer au seul mécanisme de l'étalon-or tous les effets que, d'après la théorie quantitative, produit tout nouvel afflux d'or dans un pays. L'afflux d'or dans un pays engendre tout un concours de circonstances favorables à une nouvelle répartition de l'or, mais ce n'est pas uniquement à la suite d'une modification du niveau des prix, que cette nouvelle répartition de l'or doit s'effectuer. L'abondance monétaire dans un pays rend naturellement possible un courant de capitaux de ce pays à destination des pays où les capitaux sont plus rares, et où, par conséquent, leur prix est plus haut. M. Aftalion y voit le seul effet certain du mécanisme de l'étalon-or (1). L'abondance des capitaux dans un pays, tend à y abaisser le loyer de l'argent, et les capitalistes de ce pays sont naturellement disposés à placer leur argent au dehors, où le taux de l'intérêt se maintient plus élevé, de façon à bénéficier de ce taux d'intérêt plus favorable. D'autre part, la ban-

(1) Aftalion, *Distribution Mondiale de l'Or*, p. 52.

que d'émission elle-même maintient son taux d'escompte assez bas, vu les abondantes disponibilités monétaires ; cette circonstance tend à produire un effet parallèle à celui que produit l'abondance des capitaux.

Par ailleurs, l'abondance des disponibilités monétaires est sans doute favorable à une augmentation des prix, laquelle a pour effet naturel de stimuler plutôt les importations que les exportations et est de nature à défavoriser la balance commerciale. Mais cet état défavorable de la balance commerciale n'était pas toujours susceptible, surtout après la guerre, d'entraîner à sa suite des exportations d'or ; cette nécessité n'est à envisager que lorsque les stocks de devises étrangères étaient moins importants qu'ils ne le furent après la guerre. Avant la guerre, les banques d'émission se constituaient très rarement des stocks de devises de l'importance de ceux que certaines banques possédaient après la guerre, et lorsque ces stocks étaient prêts à s'épuiser, les différences de la balance des comptes devaient nécessairement se solder par des exportations de l'or.

M. Aftalion a démontré que la théorie classique du fonctionnement de l'étalon-or se trouvait démentie dans plusieurs pays par des expériences récentes. Ces expériences ont, en outre, contribué à montrer l'importance qu'ont les mouvements réguliers des capitaux pour la distribution internationale de l'or.

Tandis que la théorie classique du fonctionnement de l'étalon-or, considère le seul mouvement des prix provoqué et basé sur les importations et les exportations de l'or, comme régulateur des prix et comme facteur de la

redistribution ultérieure de cet or, les expériences des dernières années ont surtout confirmé l'importance qu'ont les mouvements des capitaux pour la distribution et la redistribution de l'or monétaire mondial. Ces expériences récentes, dont les conséquences se font toujours sentir, ont surtout mis en évidence un défaut essentiel dans le mécanisme de l'étalon-or, tel qu'il fut pratiqué dans l'après-guerre, mais dont la période d'avant-guerre n'a pas été non plus tout à fait exempte : c'est le phénomène de l'accumulation de l'or aux Etats-Unis et en France.

3°) Le système de l'étalon-or et le phénomène de l'accumulation de l'or aux Etats-Unis

Au cours de ces dernières années, on a constaté une des plus grandes ruptures d'équilibre dans la répartition mondiale de l'or ; celle-ci consiste dans l'énorme stock d'or qui s'est accumulé aux Etats-Unis grâce à la guerre, et que les événements postérieurs à celle-ci ont continué à favoriser. Le stock monétaire des Etats-Unis qui s'élevait à la fin de 1914 à \$ 1.800.000.000, passe à \$ 5 milliards au mois d'août 1931 (1). Cette augmentation de \$ 3,2 milliard d'or monétaire, faisait qu'à la fin de 1931, les Etats-Unis détenaient les 2/5 du stock d'or monétaire mondial, lequel est évalué à environ \$ 12 milliards. Ce fait, et surtout l'absence de tout processus de redistribution de cet or, tendrait à démentir l'existence d'un mécanisme automatique de l'étalon-or, du moins tel que les théoriciens de l'étalon-or le définissent, mais il est important de voir dans quelles conditions ces évé-

(1) Les chiffres sont empruntés au livre de M. Altalion. L'or et sa distribution mondiale.

nements se sont succédés, et de déterminer si l'on pouvait s'attendre à ce que le mécanisme produise tous ses effets.

La Délégation de l'Or insiste particulièrement sur deux faits importants qui, à son avis, sur le plan international, ont empêché le système de produire tous ses effets et qui ont contribué à réaliser cette mauvaise distribution de l'or ; ce serait d'abord le fait que la restauration après la guerre de l'étalon-or a été imparfaite : quinze pays seulement ont effectivement pratiqué l'étalon-or sous ses différentes formes après la guerre. Le fait qui aggrave encore cette imperfection, c'est que cette restauration s'est effectuée dans le cadre d'une reconstitution économique mondiale, incomplète elle-même.

A ce propos, il y a un autre fait dont l'existence est digne d'être notée ; ce qui rend plus important encore les conséquences de cette incomplète reconstitution économique mondiale, c'est la place vraiment prépondérante que les Etats-Unis occupent dans le cadre de l'économie mondiale. C'est un fait unique dans l'histoire économique du monde qu'un pays possède une telle position, et dès lors est évidente l'importance des effets des conjonctures américaines. Tout changement que subit l'activité économique américaine, sous n'importe laquelle de ses formes, ne peut que se répercuter à travers le monde entier et assume ainsi la gravité d'un phénomène mondial.

L'autre fait, qu'a souligné la Délégation de l'Or, serait ce sentiment d'inquiétude généralisée, de nervosité, qui régnait après la guerre. Dans son rapport, la Délégation

gation souligne ce fait en ces termes : « Les expériences
« inflationnistes du temps de guerre, ont laissé un sen-
« timent d'inquiétude qui persiste encore aujourd'hui,
« au sujet des phénomènes et des institutions moné-
« taires. C'est à cette inquiétude généralisée qu'il faut,
« dans une large mesure, attribuer un grand nombre
« des erreurs commises après la guerre dans le finance-
« ment de l'industrie, ainsi que la nervosité qu'il a été
« presque impossible de maîtriser lorsque la crise est
« devenue imminente. Aucun système de crédit ne pou-
« vait résister à l'effondrement soudain et complet de
« la confiance auquel le monde vient d'assister » (1).

Par ailleurs, l'accumulation de l'or elle-même se fait en deux périodes tout à fait distinctes. Pour le premier afflux d'or important qui s'est produit pendant la guerre, on pourrait admettre qu'il a été dû à la situation exceptionnelle qu'avait créée la guerre et que celle-ci n'a pas permis à cette masse d'or de produire les effets attendus conformément à la théorie quantitative. Mais c'est surtout le second afflux d'or qui s'est produit entre 1920 et 1927, qui a été caractéristique pour le mauvais fonctionnement du mécanisme de l'étalon-or.

Les forces spontanées qui devaient tendre au rééquilibre mondial de l'or et expulser vers les autres pays tout l'or qui s'entassait en surabondance aux Etats-Unis, n'ont pas agi. Si l'étalon-or avait fonctionné de façon conforme à la théorie quantitative et dans des conditions normales, l'or en surabondance aurait dû refluer au dehors. Si cet afflux avait produit tous les effets que théoriquement un afflux d'or produisait avant la guerre,

(1) Rapport de la Délégation de l'Or : Paragraphe 44.

nous aurions assisté à une suite d'événements tels qu'ils auraient contribué à créer une nouvelle et équitable répartition de l'or. En fait, aucun des effets habituels et attendus d'un afflux d'or dans un pays donné, n'a été enregistré au cours de cette période aux Etats-Unis. Nous n'avons pas assisté à une hausse de prix sensible. D'autre part la balance commerciale n'est pas devenue déficitaire et surtout jusqu'en 1927, on n'a pas assisté à des émigrations de l'or américain ; les seules exportations d'or qu'on a pu enregistrer jusqu'en l'année 1927, étaient dues à la politique de l'or dirigé qui est justement l'antithèse de l'étalon-or.

Des expériences récentes tendraient à démentir la théorie classique du fonctionnement de l'étalon-or sur plusieurs points essentiels.

Certains économistes ont tenté de donner une explication des phénomènes monétaires qui se sont produits aux Etats-Unis : les défauts du fonctionnement de l'étalon-or seraient dûs à une « politique de stérilisation de l'or » qu'auraient pratiquée les Banques Fédérales de Réserve. C'est à cette « politique de stérilisation de l'or » que serait due l'absence de toute tentative automatique de redistribution de l'or.

A l'appui de cette affirmation, on cite souvent, surtout dans la presse spécialisée anglaise, que, tandis qu'en Angleterre l'or détenu par la Banque d'Angleterre et la Trésorerie s'était élevé à la fin de 1929 à Livres 3,2 par tête d'habitant, ce même pourcentage s'élevait aux Etats-Unis à Livres 6,6. Mais à cet accroissement du stock d'or monétaire aux Etats-Unis, correspond un accroissement de crédit bancaire de \$ 37 mil-

liards 1/2 soit \$ 15 1/2 de crédit nouveau pour chaque dollar d'or neuf. Dans ces conditions, il est superflu de soutenir qu'il y a eu une « stérilisation de l'or » aux Etats-Unis, et la seule conclusion qu'on peut donner aux controverses qui se sont élevées au sujet de cette prétendue « politique de stérilisation de l'or » nous semble être celle de M. Aftalion, où, au sujet de celle-ci, il s'exprime en ces termes : « stérilisation, certes, par rapport à « l'usage que les Banques Fédérales de Réserve au-
« raient pu faire de l'or d'après la loi. Elles se sont
« gardées d'accorder des crédits avec une générosité
« telle que leur encaisse or descendit jusqu'au minimum
« légal de 40 % pour les billets, ou 35 % pour les dé-
« pôts ; elles ont maintenu l'encaisse fort au-dessus de
« ce minima, autour de 70 % le plus souvent et par-
« fois au-dessus de 80 % » (1).

Il ne faut pas passer sous silence les circonstances vraiment exceptionnelles qui ont permis cette accumulation d'or aux Etats-Unis. A cette fin, il faut rappeler que de 1920 à 1925, seuls les Etats-Unis n'étaient pas fermés aux importations libres de l'or, et que le dollar, étant la seule monnaie basée sur l'or, en fut en quelque sorte la représentation.

Ce nouvel afflux d'or après la guerre, était le bienvenu aux Etats-Unis pour gager la circulation fiduciaire, héritage de la guerre. Ce n'est pas le stock d'or, ancien et nouveau, qui avait déterminé le niveau général des prix, mais c'est plutôt la masse des moyens de paiement en circulation qui en était déjà la cause.

M. Rist est d'avis que cet or nouvellement importé

(1) Aftalion : L'or et sa distribution mondiale, p. 19.

aux Etats-Unis, n'a nullement contribué à la hausse des prix, laquelle avait déjà atteint son maximum en 1920, mais il a seulement servi à grossir l'encaisse des Banques Fédérales de Réserve et a permis de maintenir sans difficulté l'équivalence entre le dollar et l'or.

D'autres faits aussi, pourraient être allégués à la décharge du mécanisme de l'étalon-or, et on pourrait tenter d'expliquer par leur existence le mauvais fonctionnement de celui-ci après la guerre. C'est, qu'en effet, les taux de stabilisation des principales monnaies n'ont pas correspondu aux réalités, et ont, par là, contribué au maintien d'un niveau arbitraire des prix que ceux-ci avaient atteint pendant la guerre.

D'après M. Rist, ces taux auxquels on avait stabilisé les principales monnaies, ont constitué un facteur important, parce que se produisant au moment où il existait une tendance universelle vers une lente baisse des prix ; ils auraient, au contraire, concouru à maintenir arbitrairement ces hauts niveaux des prix. En tant que facteurs de stabilisation des niveaux des prix, ils n'ont pu que représenter un obstacle sérieux au bon fonctionnement de l'étalon-or. Diverses forces économiques tendaient à faire baisser les prix, certaines industries qui avaient démesurément augmenté leur production pendant la guerre, continuèrent à travailler avec une capacité à peine réduite ; d'autre part, de nombreuses industries qui avaient été accaparées par la production des guerres, se remirent à travailler pour la consommation normale, laquelle a pu facilement être débordée à tout instant par cette nouvelle masse de produits. Ces circonstances devaient provoquer l'existence d'une tendance vers la baisse et comme d'autre part la somme

globale des besoins à satisfaire peut être considérée comme constante à un moment donné (1), du point de vue du parallélisme de leur développement, la production peut être considérée comme ayant une tendance à augmenter plus vite que la consommation.

Toute entrave faite à ce processus de réadaptation des prix, ne pouvait que constituer un danger sérieux pour le bon fonctionnement du mécanisme de l'étalon-or. On pourrait en voir une preuve dans la nécessité où les Banques Fédérales de Réserve se sont souvent trouvées, de tenir compte, dans leurs appréciations au sujet des mesures qu'elles devaient prendre, de la situation anglaise. Tous ces faits ont enlevé beaucoup de « l'automatisme » au fonctionnement de l'étalon-or.

**4°) Les suggestions de la Délégation de l'or
pour l'amélioration du fonctionnement du système
de l'étalon-or**

Nous venons de faire brièvement allusion à tous les faits qui, surtout sur le plan international, ont pu empêcher dans une mesure quelconque le fonctionnement normal du système de l'étalon-or, et aussi aux différentes opinions exprimées au sujet de l'incapacité où se trouverait le système, du moins dans sa forme classique, d'assurer l'équilibre des prix et celui de la distribution mondiale de l'or.

La Délégation de l'Or, par contre, est restée attachée au système et continue d'en préconiser l'usage. Décivant le système tel qu'il fut appliqué après la guerre, et signalant les points sur lesquels il s'était le plus écarté de ce qu'on pourrait appeler sa conception idéale, elle

(1) Cours de M. Rist pour l'année 1931-1932.

donne des suggestions discrètes pour le futur rétablissement du système sur une meilleure base.

Elle signale tout d'abord le manque d'une influence automatique que les entrées et les sorties d'or auraient dû exercer au cours de la dernière période décennale.

Afin que ces entrées et ces sorties d'or aient une influence directe et automatique sur le pouvoir d'achat, la Délégation paraît préconiser quelques mesures à adopter. Pour que toute nouvelle quantité d'or ait un effet sur les prix, elle devrait toujours amener un octroi de crédit maxima dans les limites que la loi prescrit à la banque d'émission, et celle-ci devrait être en mesure de donner une direction à l'emploi de ces nouveaux crédits. La Délégation constate, en outre, que s'il est plus facile d'octroyer sur la base de cette nouvelle quantité d'or un pourcentage fixe de billets nouvellement émis, par contre, il est plus malaisé d'assurer un emploi voulu pour ces nouveaux crédits. La Délégation admet pourtant quelques réserves quant aux possibilités de cet élargissement automatique du volume de crédit et quant à l'effet qu'il peut exercer sur les prix.

Pour les effets de l'élargissement de la masse de crédit, d'un supplément de pouvoir d'achat, la Délégation constate que l'action que peut exercer ce nouveau pouvoir d'achat dépend aussi de l'attitude de l'ensemble d'individus qui représentent la capacité de dépenses, d'économies ou de placements de la collectivité que représente une nation (1). La Délégation est aussi d'avis que « cette attitude peut, de plus, modifier la vitesse de

(1) Rapport de la Délégation de l'Or : Paragraphe 14.

« la circulation, et par conséquent le volume des achats
« qu'une quantité donnée de monnaie peut permettre
« d'effectuer dans une période déterminée ».

Il apparaît ainsi évident que même dans un pays où l'on aurait strictement observé les règles du système de l'étalon-or, l'action que peuvent exercer les entrées et les sorties d'or sur les prix n'est pas certaine ; tandis qu'en-core on pourrait agir avec certitude sur le volume global des moyens de paiement, une action sur le niveau des prix apparaît des plus incertaines.

Un moyen pour donner un peu plus de certitude et pour rendre cette action éventuelle sur les prix plus directe, consisterait d'après la Délégation de l'or, dans l'adoption, tant de la part des banques centrales que des banques commerciales les plus importantes, de certains principes et de certaines conventions communes pour le maintien d'un rapport fixe entre leurs disponibilités de caisse et leurs exigibilités (1). Si, par exemple, une banque commerciale importante décide brusquement de modifier ce rapport, soit dans le sens de l'augmentation des réserves des caisses, soit dans un sens contraire, il peut en résulter des conséquences graves pour le volume global des moyens de paiement, et partant, éventuellement pour les prix. En raison de leur importance, les banques centrales des pays exportateurs de capitaux se trouvent dans une situation encore plus chargée de responsabilités. Chacune de leurs décisions concernant leur taux d'escompte peut modifier le courant international des capitaux et agir gravement sur l'économie des pays importateurs de capitaux.

(1) Rapport de la Délégation de l'Or, p. 34.

Au sujet de la fixation du taux de l'escompte, la Délégation paraît admettre que des changements importants se sont produits depuis la guerre dans la manière dont le taux officiel d'escompte a été établi. Elle paraît être d'avis que les banques centrales, avant la guerre, faisaient dépendre d'une manière plus ou moins automatique les changements du taux officiel d'escompte des modifications qui survenaient dans le montant de l'encaisse or.

Plus loin, le rapport de la Délégation note : « que « cette tendance à des variations automatiques du taux « officiel d'escompte n'était ni absolue ni universelle (1) » parce que certaines banques centrales, au lieu de laisser sortir l'or, préféraient payer le déficit qu'elles avaient à solder au moyen d'un achat de devises étrangères, même à un prix plus onéreux que ne l'aurait été le prix de l'or, et ensuite, parce que d'autres banques centrales possédaient un stock d'or tellement considérable qu'elles pouvaient en perdre des quantités importantes avant d'avoir besoin de relever leur taux d'escompte.

L'absence d'une tendance automatique à des variations du taux d'escompte a surtout pu être observée pendant la dernière période décennale aux Etats-Unis. Là aussi, presque toutes les mesures monétaires qui avaient été prises ces dernières années, ont été influencées par l'or, et pour se servir d'une phrase de Burgess : « l'or n'a cessé d'empiéter sur le domaine du crédit ».

Ce ne sont plus les préoccupations pour la défense de l'encaisse qui ont dicté aux Dirigeants du Système de

(1) Rapport de la Délégation de l'or, paragraphe 17.

Réserve leur politique de l'escompte. Celle-ci a constamment dû prendre en considération deux nécessités contraires : « maintenir des taux assez élevés pour échapper à l'inflation, et assez faibles pour éviter d'attirer une plus grande quantité d'or, tout en s'adaptant elle-même simultanément à une situation variable du crédit » (1).

Les Banques Fédérales de Réserve pouvaient se considérer exemptes de tout souci d'encaisse, possédant pour 45 % de l'or monétaire mondial, et jusqu'en 1924 l'aménagement de la valeur de l'or était entièrement entre leurs mains. Selon Cassel, le dollar était une monnaie essentiellement indépendante, bien qu'elle fut rattachée à l'or. Son pouvoir d'achat pouvait être aménagé dans d'assez larges limites par la politique bancaire, et ainsi ce n'était pas le dollar qui dépendait de l'or, mais l'or qui aurait dépendu du dollar (2).

Toujours d'après Cassel, les Etats-Unis étaient en mesure d'exercer une véritable dictature de l'or dans le monde ; possédant une fraction aussi importante de l'or, ils pouvaient pratiquer n'importe quelle politique de stabilisation des prix sans tenir compte des mouvements de l'or ; tous les autres pays à étalon-or se trouveraient dans l'obligation de constamment ajuster le niveau de leurs prix aux leurs, dans la crainte de se trouver exposés à l'épuisement de leur faible stock d'or.

Ainsi, le niveau des prix américains aurait été un facteur déterminant pour le niveau international des prix,

(1) Burgess, Les Banques Fédérales de Réserve et le marché monétaire de New-York, pp. 282 et suivantes.

(2) Cassel : Post War Monetary Stabilization, p. 69.

lequel, en définitive, dépendrait de la politique monétaire des Banques Fédérales de Réserve. Partant de ces prémices, Cassel conclue qu'après la guerre, le caractère du système de l'étalon-or avait radicalement changé. L'opinion de Cassel nous paraît acceptable au moins jusqu'en 1925, l'année où il s'est produit un retour presque universel à l'étalon-or. Du fait de ce retour universel à l'étalon-or, le pouvoir dictatorial des Etats-Unis à l'égard de l'or se trouvait considérablement amoindri.

**5°) La politique de l'escompte
des Banques Fédérales de Réserve
et le fonctionnement de l'étalon-or après la guerre**

Il est important d'étudier d'un peu plus près la politique de l'escompte qu'ont pratiquées les Banques Fédérales de Réserve pendant cette période décennale, surtout à cause des possibilités d'aménagement arbitraire de leur taux d'escompte.

Tandis que Cassel paraît admettre au profit des Banques Fédérales de Réserve un pouvoir presque illimité d'aménagement arbitraire du taux d'escompte, Zolotas, sans nier que ce pouvoir ait existé, ne partage cependant pas entièrement les vues de Cassel. A ce sujet il s'exprime en ces termes : « Non seulement dans une politique de stabilisation, mais même dans une politique arbitraire de hausse ou de baisse des prix, les Etats-Unis n'auraient pu agir à leur gré dans le sens indiqué par le savant suédois (1) ».

Partant de l'hypothèse où les Banques Fédérales de Réserve se seraient décidées à provoquer une hausse de

(1) Zolotas, L'étalon-or en théorie et en pratique, p. 166 et s.

prix en augmentant le volume de leurs moyens de paiement, Zolotas étudie les chances de succès d'un tel dessein. Il est d'avis qu'une telle politique verrait ses effets bientôt neutralisés par des mesures appropriées que n'auraient pas manqué de prendre les banques centrales des autres pays, et conclue au peu de chance qu'aurait ce dessein d'être réalisé.

Cependant, dans l'hypothèse inverse où les Banques Fédérales de Réserve se seraient décidées d'abaisser les prix au moyen d'une élévation du taux d'escompte, cette politique aurait de sérieuses probabilités de réussite, vu l'importance économique du pays et le formidable stock d'or qu'il détient. Bien que ces possibilités puissent être examinées du point de vue théorique, dans la réalité l'existence de tels desseins est tout à fait à exclure. M. Rist n'admet pas un tel « machiavélisme » de la part des Banques Fédérales de Réserve, et par voie de conséquence, ne lui attribue pas la moindre part dans l'altération du fonctionnement de l'étalon-or.

En réalité, la politique de l'escompte des Banques Fédérales de Réserve fut beaucoup plus simple et n'eut pour but que la stabilisation du niveau des prix, exempte qu'elle était des soucis de défense de l'encaisse. Les taux que les Banques Fédérales de Réserve ont pratiqué n'ont pas beaucoup varié depuis 1922 jusqu'au milieu de 1928, mais il est important de déterminer si leurs taux se sont écartés, et pour combien, de ce qu'on a l'habitude d'appeler le taux d'escompte naturel (1).

M. Rist constate que le taux d'intérêt et celui de l'escompte, étant des prix de l'argent, doivent être en relations avec les autres prix, et qu'en période de hausse

(1) Zolotas, L'étalon-or en théorie et en pratique, p. 34 et s.

des prix, ceux-ci haussent également de même qu'ils baissent dans une période de stagnation et de dépression. Ayant comparé les cours des obligations aux mouvements des prix, M. Rist conclue que la baisse des cours des obligations est frappante dans des périodes de hausse des prix. Les mouvements du taux de l'intérêt et du taux d'escompte trouveraient naturellement leurs limites dans les mouvements des prix, et la hausse du taux de l'intérêt ne s'arrêtera qu'avec celle des prix (1). Le niveau des prix, étant par ailleurs la résultante de tout un concours de circonstances parmi lesquels l'abondance ou la rareté des moyens de paiement est un des facteurs essentiels, il nous paraît naturel que ce facteur, qui n'est pas moins essentiel pour la fixation du taux de l'intérêt et de celui de l'escompte, agisse dans le même sens pour les deux groupes de prix, celui des marchandises et celui de l'argent.

Evaluer à tout instant le taux d'intérêt naturel est impossible, étant donné que la production, la consommation, le volume global des moyens de paiement en circulation et leur vitesse de circulation, ne sont jamais exactement déterminables et on doit procéder par approximation. C'est l'expérience, qui seule peut aider une banque d'émission à fixer le taux d'escompte convenable à un niveau des prix que la banque s'efforce de réaliser, lequel en même temps servirait de contrôle à cette politique (2).

Il en a été ainsi aux Etats-Unis où les Banques Fédérales de Réserve sont arrivées empiriquement et après beaucoup de tâtonnements, à fixer leur taux d'escompte.

(1) Rist, *Essais sur quelques problèmes économiques et monétaires*, p. 324.

(2) Zolotas, *Ouvrage cité*, p. 35.

Au sujet de la manière dont les Banques Fédérales de Réserve sont arrivées à fixer leur politique d'escompte, Burgess s'exprime ainsi : « A force de chercher en tâ-
« tonnant et en se trompant, on s'est aperçu qu'au taux
« d'escompte intermédiaire entre celui pratiqué sur le
« marché libre pour le papier de commerce et celui
« que ce marché applique aux acceptations des ban-
« ques à 90 jours, est un taux auquel les banques adhé-
« rentes se montreront généralement disposées à em-
« prunter librement pour répondre aux besoins saison-
« niers ou exceptionnels de l'agriculture, de l'industrie
« et du commerce », et Burgess ajoute que : « le taux
« officiel a évolué dans un cadre dont les limites sont
« constituées par le taux du papier de commerce et
« par celui des acceptations (1) ».

Ainsi, il lui apparaît naturel que le taux de l'escompte soit un taux intermédiaire entre celui du papier de commerce et celui des acceptations. L'établissement de ce taux intermédiaire serait aussi justifié par la valeur intrinsèque du papier bancaire auquel celui-ci s'applique et qui est plus apprécié que le papier de commerce du marché libre, parce qu'il est pourvu de la signature d'une des banques adhérentes. Par contre, il est moins bon que la plupart des acceptations des banques, parce que celles-ci portant généralement deux signatures de deux différentes banques bien connues.

Le rapport entre ces différents taux nous semble avoir été logiquement déterminé. Pour Burgess, celui-ci « pos-
« sède une base économique saine, et il ne constitue pas
« seulement un ajustement du taux de l'escompte aux

(1) Burgess, Les Banques Fédérales de Réserve et le marché monétaire de New-York, p. 211 et s.

« autres taux de l'argent, mais encore un ajustement de « ces derniers à celui de l'escompte (1) ».

Nous avons dit plus haut (2) que le taux d'escompte des Banques Fédérales de Réserve a été remarquable de fixité, et depuis 1923 jusqu'au commencement de 1928, les variations de sa moyenne annuelle n'ont guère dépassé 3/10 %. De tels taux d'escompte refléteraient une situation monétaire saine et aisée ; d'ailleurs ces taux se sont maintenus parallèles et à peu de distance de ceux du papier commercial de premier ordre de quatre à six mois, lesquels ont très légèrement varié autour de la moyenne de 4 %. Nous ne saurions pas nous prononcer si ces taux d'escompte furent de ceux qu'on aurait pu dénommer naturels, et même pour combien s'en seraient-ils écartés si toutefois il y a eu écart entre ces deux taux. La comparaison entre les taux de l'escompte qui ont été pratiqués dans les différents pays, ne peut servir de base pour élucider cette question.

Le taux de l'escompte dans chaque pays particulier est la résultante, et en quelque sorte l'expression, de sa situation monétaire particulière. Il est vrai qu'avant la guerre, dans les périodes d'activité économique normale, il n'a pas existé un grand écart entre les taux pratiqués dans différents pays, mais cet état de choses n'était la preuve que de l'existence d'un courant continu de capitaux dont une des conséquences est justement cette égalisation du taux de l'escompte.

On a assez souvent attribué une grande importance au taux de l'escompte des Banques Fédérales de Réserve pour l'exportation des capitaux américains. Une des causes de l'existence de ce courant continu d'expor-

(1) Burgess, *op. cit.*

(2) Voir page 154.

tation des capitaux américains résiderait aussi dans le taux de l'escompte qu'ont pratiquées les Banques Fédérales de Réserve. Celui-ci aurait été déterminé si judicieusement que, grâce à lui, le volume des crédits aurait toujours exactement concordé avec les besoins de crédits qui existent aux Etats-Unis, et aurait ainsi facilité l'acheminement du surplus des épargnes nouvelles vers l'exportation.

Il nous semble que le bon fonctionnement de l'étalon-or, du moins entre les années 1923 et 1928, n'a pas été entravé par la politique de l'escompte des Banques Fédérales de Réserve. Elles ont toujours su trouver de tels taux d'escompte, même parfois au milieu de nécessités contraires, que le mécanisme du système de l'étalon-or ne nous paraît pas avoir rencontré d'obstacle dans leur politique de l'escompte.

Cette situation et ces tendances se renversent après l'année 1928. Au cours de cette année, nous assistons au commencement de la série des relèvements du taux de l'escompte jugés nécessaires pour combattre la spéculation. Dès que les banques eurent relevé leur taux d'escompte, le courant des capitaux se renversa lui aussi, les exportations américaines des capitaux cessèrent presque complètement pendant cette année, et l'on vit se produire un nouvel afflux des capitaux européens à court terme vers le marché monétaire de New-York.

Dans un autre chapitre (1) nous avons essayé d'analyser l'influence qu'ont exercés ces nouveaux capitaux sur le développement de l'activité spéculative boursière, et ses conséquences pour l'éclatement de la crise. Cependant, pour M. Rist, la politique d'escompte des Banques Fédérales de Réserve n'était pour rien dans les expor-

(1) Voir chapitre V.

tations des capitaux américains. Pendant les premières années qui suivirent la crise de 1921 à 1922, ces exportations n'avaient d'autre cause que la trop grande abondance des capitaux aux Etats-Unis. On était alors en pleine période de liquidation et les besoins des crédits nouveaux étaient très restreints. Les nouveaux crédits ne trouvèrent pas à s'employer autrement que dans les achats des valeurs et des industries européennes. Une autre partie assez importante de ces nouveaux crédits alla s'employer à la bourse et c'est depuis cette époque qu'on a assisté à une recrudescence de la spéculation boursière.

Pendant les années qui suivirent, le courant d'exportation des capitaux américains fut principalement alimenté par les intérêts et les remboursements que les pays européens emprunteurs commencèrent à effectuer aux Etats-Unis. Pendant les années 1920 à 1928, les Etats-Unis ont exporté des capitaux pour \$ 800.000.000 et ils ont reçu pour \$ 500.000.000 à titre d'intérêts des dettes privées européennes, pour \$ 200.000.000 à titre d'intérêts des dettes inter-gouvernementales.

Après avoir exposé ces chiffres, M. Rist ajoute que c'était « uniquement avec les Francs, Marks, Livres et « Lires que l'Amérique reçoit sous forme de coupons « pour ses prêts antérieurs et sous forme d'annuités provenant des dettes inter-gouvernementales, une somme « presque exactement égale à la masse des capitaux « qu'elle prête. Elle prête donc uniquement avec les « coupons et les annuités des prêts antérieurs qu'elle « a fait à l'Europe. Elle n'a pas besoin de sortir un centime d'épargne de plus » (1).

(1) Cours de M. Rist pour l'année 1931-1932, p. 72 et s.

Ainsi donc, il pourrait apparaître que la politique de l'escompte des Banques Fédérales de Réserve, si elle n'a pas représenté un obstacle pour le fonctionnement normal de l'étalon-or, n'en a pas constitué non plus un stimulant. Ce fonctionnement normal et théorique du système de l'étalon-or, suppose l'existence d'un courant ininterrompu des capitaux, des pays riches à destination des pays qui en sont dépourvus.

Il ressort du bref exposé que nous venons de faire, que jusqu'en 1928, comme nous l'avons dit plus haut, la politique de l'escompte américain n'a été ni une gêne ni un stimulant pour le bon fonctionnement du système.

6°) Le fonctionnement de l'étalon-or et la politique du marché libre des Banques Fédérales de Réserve

Si les effets de la politique de l'escompte qu'ont pratiquées les Banques Fédérales de Réserve pendant la plus grande partie de la dernière période décennale nous paraissent avoir été neutres pour le bon fonctionnement de l'étalon-or, par contre, ceux de leur politique du marché libre nous semblent avoir constitué dans la plupart des cas, un obstacle sérieux pour ce bon fonctionnement. La simple vue d'une liste énumérative des opérations qui ont été faites par les Banques Fédérales de Réserve et qui rentrent dans le cadre de leur politique du marché libre, suffirait à prouver le peu de cas que cette politique faisait des mouvements de l'or. Ceux-ci consistaient presque exclusivement en des importations considérables de ce métal aux Etats-Unis. En effet, depuis 1920 jusqu'en 1929, à l'exception des années 1925 et 1928 où les exportations de l'or ont dépassé les im-

portations, nous voyons l'or affluer aux Etats-Unis entre les limites maxima et minima de \$ 667.000.000 en 1921 et \$ 6.000.000 en 1927, à raison d'environ \$ 250.000.000 par an. Pendant cette période d'afflux presque ininterrompu de l'or, les opérations des Banques Fédérales de Réserve sur le marché libre, les achats et les ventes des valeurs se sont alternées avec une remarquable régularité, d'année en année. Le Système de Réserve a procédé, dans le premier trimestre de 1922, à des achats pour \$ 400.000.000 de valeurs, tandis que dans le trimestre qui a immédiatement suivi, elles opérèrent des ventes pour environ \$ 500.000.000. Les achats suivants de \$ 500.000.000 de valeurs, furent échelonnés sur tout le trimestre qui va de la fin de 1923 au mois de Septembre 1924. Les ventes consécutives à ces achats, furent faites dans le courant du trimestre qui va de Novembre 1924, jusqu'au mois de Mars 1925, et s'élevèrent à \$ 260.000.000. Au cours du seul mois d'Avril de l'année 1926, le Système acheta pour \$ 65.000.000 de valeurs, mais déjà pendant le mois d'Août suivant, il en revendit pour \$ 75.00.000.

L'étude des opérations d'achats et de ventes que le Système effectua au cours de l'année 1927, est très instructive pour l'observation des effets parallèles qu'ont pu produire, d'un côté, le mécanisme de l'étalon-or, et de l'autre côté, cette politique du marché libre.

Au cours du deuxième semestre de l'année 1927, le Système intervint de nouveau sur le marché et procéda à des achats pour environ \$ 300.000.000 de valeurs. Mais l'opération qu'il effectua auparavant, au mois d'Avril 1927, est encore plus significative pour l'esprit dans lequel fut pratiquée cette politique du marché li-

bre. Quelques mois auparavant, la Banque de France avait remboursé à la Banque d'Angleterre un emprunt qui s'élevait à \$ 160.000.000, lequel avait été garanti par un dépôt de \$ 90.000.000 d'or. Lorsque cet or se trouva libéré, la Banque de France commença à l'expédier à New-York par paquets de \$ 10.000.000. La politique monétaire que suivaient les Banques Fédérales de Réserve à ce moment, se trouva sérieusement entravée par cet or qui se déversait directement dans les encaisses des banques privées, lesquelles pouvaient accorder sur la base de cet or des crédits nouveaux. Pour parer à ce danger, les Banques Fédérales de Réserve décidèrent d'acheter le solde de \$ 60.000.000 pour empêcher son importation à New-York.

C'est ainsi que se révéla le grave danger qui résultait pour la politique des Banques Fédérales de Réserve du fait que les principales banques commerciales se trouvaient jouir d'une trop grande liberté à leur égard. Cette situation ne pouvait que favoriser la spéculation et entrava sérieusement, par la suite, tous les efforts que les Banques Fédérales de Réserve tentèrent contre elle.

Dès le premier semestre 1928, les Banques Fédérales de Réserve entreprirent la lutte contre la spéculation. Dans ce but elles procédèrent à un relèvement de leur taux de l'escompte et effectuèrent en même temps des ventes de valeurs pour \$ 400.000.000. Cette politique restrictive de crédit fut suivie jusqu'à l'éclatement de la crise, au mois d'Octobre 1929.

Le tableau suivant fera encore mieux ressortir les effets souvent contraires des importations de l'or et de la politique du marché libre des Banques Fédérales de Réserve :

Années	Opérations sur le marché libre :	Importations et exportations de l'or :	Prix 1913 = 100
1 ^{er} semestre 1922 :	achats : \$ 400.000.000	+ \$ 238.000.000 : 1922	1922 : 149
2 ^e semestre 1922 :	ventes : \$ 500.000.000	+ \$ 294.000.000 : 1923	1923 : 154
1923/1924 :	achats : \$ 500.000.000	+ \$ 258.000.000 : 1924	1924 : 150
1924/1925 :	ventes : \$ 260.000.000	— \$ 134.000.000 : 1925	1925 : 159
1 ^{er} semestre 1926 :	achats : \$ 65.000.000	+ \$ 97.000.000 : 1926	1926 : 151
2 ^e semestre 1926 :	ventes : \$ 75.000.000		
1 ^{er} semestre 1927 :	achats : \$ 330.000.000	— \$ 6.000.000 : 1927	1927 : 136
1 ^{er} semestre 1928 :	ventes : \$ 400.000.000	— \$ 392.000.000 : 1928	1928 : 140 (1)

(1) Les chiffres sont empruntés aux Documents sélectionnés de la Délégation de l'Or, au livre de Burgess : Marché monétaire de New-York, et à l'Etalon-or en théorie et en pratique de Zolotas.

Cette politique de monnaie dirigée n'avait pour but que le maintien de la stabilité des prix ; ses effets ont donc pu alternativement concorder et entraver ceux de l'étalon-or.

Etant donné l'alternance parfaite des opérations contraires qu'ont pratiquées les Banques Fédérales de Réserve, les conséquences de chacune de leurs mesures qui auraient pu tendre à stimuler l'amplification des effets des importations d'or, conformes aux prévisions de la théorie de l'étalon-or, se sont vues annihiler par celle des mesures contraires que les Banques Fédérales de Réserve ne manquaient pas de prendre généralement dans l'intervalle d'un semestre. Dans ces conditions, il nous semble possible de conclure qu'à l'encontre de ce que nous avons soutenu au sujet des effets de la politique de l'escompte, la politique du marché libre des Banques Fédérales de Réserve a constitué, avec quelques autres sérieux obstacles de caractère international, une des entraves les plus importantes qui aient existé aux Etats-Unis pour le bon fonctionnement de l'étalon-or. Par ailleurs, vu l'importance économique que possèdent les Etats-Unis dans le cadre de l'économie mondiale, cette entrave là a constitué un des plus graves empêchements pour que le système de l'étalon-or fonctionnât normalement.

**7°) La rigidité de l'économie américaine
et le fonctionnement de l'étalon-or**

Il ne faut pas omettre de souligner l'existence d'autres facteurs qui, indépendamment de la politique qu'ont poursuivies les Banques Fédérales de Réserve, ont sérieusement contrecarré, aux Etats-Unis, le bon fonc-

tionnement de l'étalon-or dans la période d'après guerre. Un de ces facteurs consisterait en une augmentation de la rigidité du système économique américain à laquelle on assista depuis 1922 dans ce pays.

Nous avons fait allusion plus haut à l'existence d'une tendance mondiale vers une toujours plus grande rigidité du système des prix, et celle-ci qu'on put enregistrer aux Etats-Unis, représenterait en quelque sorte son pendant national américain. La manifestation la plus significative de cette tendance chaque jour plus marquée vers une toujours plus grande rigidité du système économique, est la croissance rapide du nombre des Trust et des Cartels.

La politique de ces organismes qui consiste principalement à éviter tout changement dans le niveau des prix et qui tend à maintenir ce même niveau des prix, aussi bien au cours des périodes de prospérité que pendant des périodes défavorables, agit de façon à ce que les fluctuations de la demande des marchandises qui se produisent au cours des diverses phases du cycle des affaires, soient le plus souvent contrebalancées, plutôt par les fluctuations de la production de ces marchandises que par celles des prix. Si les effets de la politique naturelle que doivent pratiquer les Trust et les Cartels peuvent encore apparaître favorables, du point de vue de la politique générale de stabilisation des prix, par contre, ils ne peuvent que constituer une gêne sérieuse pour le fonctionnement de l'étalon-or. De plus, ces tentatives de contrôle des prix ont encore accru le caractère perturbateur de cette tendance, chaque jour plus grande, vers une rigidité plus marquée du système éco-

nomique. Ceci nous semble avoir constitué un obstacle de plus pour le fonctionnement régulier du système de l'étalon-or, et cette irrégularité n'a pu que compliquer davantage les relations qui, dans le cadre de tout système monétaire basé sur l'or, doivent s'établir entre les mouvements des prix et ceux de l'or.

La création même d'un si grand nombre de Cartels et de Trust est en outre révélatrice d'un grave manque d'équilibre et d'une tendance latente à la surproduction.

Un autre facteur qui a constitué une cause grave de déséquilibre, est la politique de crédit dirigé, qui a complètement fait disparaître le rôle régulateur que devaient assurer les mouvements de l'or, si le système de l'étalon-or fonctionnait normalement. C'est le système de Gold Exchange Standard qui est la manifestation la plus remarquable de cette politique de crédit international dirigé.

8°) L'étalon-or et le Gold Exchange Standard

En effet, le Gold Exchange Standard tel qu'il fut pratiqué au cours de la dernière décade, procède d'une conception de crédit international dirigé par les principaux pays détenteurs de l'or. C'est à Gênes, en 1922, que les Experts réunis préconisèrent l'adoption générale de ce nouveau système de crédit international, préoccupés qu'ils étaient : premièrement de rationaliser l'emploi de l'or en prévision d'une pénurie d'or, et ensuite, de centraliser en quelque sorte les pouvoirs d'octroi des crédits. Cet ensemble de mesures devait permettre des économies dans l'usage de l'or et empêcher

l'accroissement exagéré de la demande de l'or. Prévoyant pour l'avenir une diminution dans l'extraction de l'or, les Experts de Gênes pensaient que tout le stock mondial d'or devait se concentrer dans deux, et plus tard dans un troisième centre international d'or.

Le Gold Exchange Standard qui est une forme de rationalisation monétaire internationale apparaît aussi, surtout à cause de la tendance qu'il a de diriger les mouvements des crédits internationaux, comme une forme de la monnaie dirigée internationale.

La crainte d'une pénurie d'or semblait alors justifiée pour plusieurs raisons, dont une était la prévision d'un prochain retour à l'or dans de nombreux pays. Evidemment, les Experts ont redouté de voir se répéter ce qui était arrivé en 1873, lorsque à la suite de l'adoption de l'étalon-or par l'Allemagne, les Etats-Unis et les Etats Scandinaves, celle-ci provoqua une notable appréciation de l'or et une importante baisse de prix. Cette éventualité était d'autant plus sérieusement à redouter que le niveau des prix internationaux avait atteint une telle hauteur, pendant l'époque d'inflation monétaire qu'on venait de traverser, que si l'on avait voulu procéder à un assainissement monétaire basé sur l'or, le stock mondial d'or aurait été notoirement insuffisant pour gager, à son ancienne parité, toute cette masse de billets nouveaux. De plus, le Système du Gold Exchange Standard apparaissait pour les pays riches, comme un moyen commode de prêter à l'étranger sans aucune perte réelle de l'or ; les banques centrales de ces pays croyaient pouvoir continuer à garder et à employer dans leurs pays respectifs le même or dont elles auraient prêté la

valeur monétaire, sous forme de leurs billets à d'autres pays.

Le but des recommandations faites par le Comité financier de la Conférence de Gênes est nettement défini dans un projet de convention internationale destiné à assurer la marche du mécanisme proposé. A ce sujet il s'exprime ainsi : « L'objet de cette convention serait
« de centraliser et de coordonner les demandes d'or et
« d'éviter, dans le pouvoir d'achat de ce métal, les am-
« ples variations que, sans cette précaution, pourraient
« provoquer les efforts simultanés et concurrents qui
« seraient faits par plusieurs pays pour se procurer des
« réserves métalliques ».

A l'origine de la première instauration du Gold Exchange Standard, se trouve une série de mesures empiriques auxquelles avait dû recourir, à la fin du xix^e siècle, le Gouvernement des Indes Britanniques pour tenter de limiter les pertes qui résultaient pour le commerce indien, de la dépréciation de la roupie d'argent, laquelle avait dû nécessairement suivre celle du métal blanc. A cette époque, par suite de la dépréciation de ce métal, le change indien avait baissé et il en était résulté de graves pertes pour le commerce de l'Inde. La baisse du cours de l'argent ne paraissait pas devoir s'arrêter dans un avenir prochain, toute nouvelle baisse entraînait automatiquement une hausse de la Livre par rapport à la roupie.

Cet état de choses ne pouvait être que très préjudiciable pour les relations commerciales indo-britanniques, parce qu'il se traduisait, pour l'Inde, par un déficit chronique du budget, et pour l'Angleterre par le fait

qu'il rendait toujours plus cher aux consommateurs hindous le marché anglais. Le Gouvernement de l'Inde Britannique dût entreprendre des réformes qui devaient rendre le change anglo-indien indépendant des fluctuations de l'argent.

Une première mesure qui devait tendre vers ce but fut la suppression de la frappe libre des roupies, ce qui obligea les débiteurs anglais de l'Inde de se libérer envers ce pays, non plus par des envois d'argent, mais par de l'or. Une seconde mesure consista dans la création à Londres d'un stock d'or important pour le compte de l'Inde Britannique, grâce à la situation favorable qui résultait d'une longue série de balances commerciales créditrices. Par ce moyen, le Gouvernement de l'Inde était arrivé à se constituer à Londres un stock d'or important où pouvaient puiser les débiteurs hindous de l'Angleterre, lorsque la balance commerciale de leur pays était devenue momentanément défavorable.

Ce nouveau système monétaire apparaît comme une nouvelle formule bi-métalliste spéciale dans le cadre de laquelle l'or serait employé exclusivement pour les règlements extérieurs, tout en laissant intacte la circulation de l'argent à l'intérieur du pays. Ce système qui fonctionnait bien à ses débuts, rencontra naturellement des adeptes parmi les pays qui se trouvaient dans la même situation, comme par exemple le Mexique, et aussi parmi les pays qui étaient soumis au régime du papier monnaie. L'Argentine et le Brésil se constituèrent des mécanismes monétaires presque identiques au système indien, bien que les causes de leur recours à un pareil système aient été différentes.

Les problèmes que ces pays avaient à résoudre étaient de stabiliser leurs changes et de « consacrer l'inflation « et la dépréciation de leur papier monnaie (1) ».

Les principaux rouages du Système du Gold Exchange Standard lui confèrent le caractère d'un mécanisme avant tout provisoire de stabilisation des changes, pour les pays à change déprécié. Pour M. Lebée ce ne sont que de « simples expédients monétaires permettant de « stabiliser les changes et tout en maintenant l'inconvertibilité intérieure, d'assurer la convertibilité or de la « devise pour les règlements avec l'étranger, grâce à la « constitution d'une réserve de devises utilisées pour « fixer le change automatiquement autour d'une parité « désirée ».

Comme les traits essentiels de ce système lui confèrent un caractère provisoire, son application n'était à envisager que pour un petit nombre de monnaies dépréciées et pour un laps de temps limité. Ceci fut prouvé par la nécessité où se trouva finalement le Gouvernement de l'Inde Britannique d'abandonner le système, parce qu'une longue série de balances commerciales déficitaires ayant succédé à une série de balances favorables, le stock d'or que ce pays s'était constitué s'épuisa.

Après la guerre, au moment où se réunissait la Conférence de Gênes, la nécessité de l'application d'un tel système pour certains pays était évidente, surtout à cause des incontestables avantages techniques que le système comporte. L'application de ce système permet la stabilisation provisoire des monnaies dépréciées dans

(1) Conférence de M. Edmond Lebée à l'Ecole des Sciences Politiques, 1^{er} Mars 1932.

la phase préparatoire de leur retour à l'étalon-or. Dans ce cas, son application paraît pleinement justifiée, parce que c'est le seul moyen pour fixer les cours de la devise nationale dépréciée par rapport à l'or. D'autre part, au sortir de la grande guerre, la plupart des pays se trouvaient dans l'impossibilité absolue de se constituer une réserve d'or importante. A supposer même que ces pays soient arrivés à se constituer un stock nécessaire d'or, sa garde leur aurait imposé des frais tellement élevés, que, généralement, ils n'auraient pas été en mesure de les supporter.

La comparaison des cas d'application du système du Gold Exchange Standard avant et après la guerre, permet le mieux de constater toute la différence qui existe dans les finalités qu'on se propose d'atteindre avec ce système. Tandis qu'avant la guerre, il apparaissait avant tout comme un moyen « d'orthopédie monétaire (1) », après la guerre nous le voyons promu au rang d'une nouvelle doctrine monétaire universelle.

Pour Mlynarski, le point de départ de l'application généralisée de ce système résiderait dans l'observation que l'on aurait faite pendant la guerre, « que l'or sert
« surtout aux règlements des balances de paiements
« internationaux. Les billets de banque ont cessé d'être
« convertibles en or au cours de la guerre mondiale, et
« aucun pays ne se souciait de faire revivre la circulation des monnaies d'or. La conclusion logique de cette
« observation a été de supposer que la structure du
« crédit dans un pays ne doit pas nécessairement être
« basée sur de l'or ; les devises, c'est-à-dire le droit de

(1) Conférence de M. Lebée.

« recevoir de l'or, peuvent être incluses dans la réserve
« générale sur le même pied que l'or et pourraient ser-
« vir de base pour le crédit intérieur (1) » et Mlynarski
ajoute plus loin qu'il apparaissait que « les règlements
« internationaux peuvent se faire à l'aide de devises de
« façon techniquement plus facile et à meilleur compte
« qu'avec des transports effectifs d'or ».

L'extension qu'a reçu le système du Gold Exchange Standard après la guerre, peut le mieux se mesurer, en dehors du fait que quinze pays seulement ont pratiqué l'étalon-or effectif pendant la dernière période décennale, par l'augmentation de la somme des devises qui faisaient partie de la couverture des billets de Banque de 1913 jusqu'en 1930. A la fin de 1913, la somme totale des devises incluses dans la couverture des différentes banques d'émission, était de \$ 350.000.000, tandis qu'en 1928, date à laquelle le système était à son apogée, les devises détenues par toutes les Banques centrales, s'élevaient à environ \$ 2.400.000.000, en 1930 les banques d'émission du monde entier, ont détenu pour environ \$ 3 milliards de devises dans leur encaisse.

Le but officiel de l'application généralisée du système du Gold Exchange Standard et son point de départ, étaient de permettre des économies dans l'usage de l'or ; cependant, dans la pratique, il s'était avéré que cette économie n'avait pas été aussi grande qu'on le croyait. Il est vrai que celle-ci était absolue pour les pays qui détenaient les devises à la place de l'or, mais les pays détenteurs de l'or étaient presque toujours forcés de conserver une encaisse or plus forte que celle

(1) Mlynarski, *Revue d'Economie Politique*, 1932.

qu'ils auraient été obligés de conserver s'il n'avait existé la crainte de la présentation massive au remboursement des billets que détenaient les autres banques centrales faisant partie du système du Gold Exchange Standard.

La Délégation de l'Or a constaté aussi ce fait, et à ce sujet elle s'exprime en ces termes : « Les banques fonctionnant sous ce régime se sont efforcées de conserver une encaisse sensiblement supérieure au minimum légal qui avait été relevé dans de nombreux cas ». Le rapport qu'a rédigé la Délégation de l'Or ajoute un peu plus loin que « les demandes d'or servant à alimenter l'encaisse des banques centrales ont donc été considérablement accrues par l'extension qu'a pris ce type de législation des banques centrales lorsque la législation a permis de conserver l'encaisse en totalité ou en partie sous forme de disponibilités sur l'étranger, la demande à laquelle les ressources mondiales d'or ont dû faire face a été réduite. Cependant il a été tout aussi nécessaire de maintenir une marge élevée de sécurité en or ou en devises étrangères (1) ».

Les Banques centrales qui ont été soumises au régime du Gold Exchange Standard devaient donc se ménager, en plus du minimum légal, un surplus de couverture or pour parer à des drainages éventuels d'or qui ramèneraient leur encaisse au-dessous du minimum légal et qui les obligeraient à opérer un resserrement de la circulation fiduciaire, égal à plusieurs fois la diminution de l'encaisse. En réalité, l'application générale du système du Gold Exchange Standard n'a pas permis d'effectuer d'importantes économies d'or. Le seul ré-

(1) Rapport de la Délégation de l'Or, Paragraphe 30.

sultat certain de cette application a été la concentration de l'or, dans quelques principales banques d'émission, ce qui n'a pas manqué de renforcer la puissance de ces banques centrales.

Cependant, cet accroissement de la puissance des banques centrales a été lui aussi neutralisé par l'habitude qu'avaient prise d'autres banques centrales soumises au système, de déposer leurs avoirs en devises dans des banques commerciales du pays où elles les détenaient, en vue de bénéficier des intérêts que produisent ces devises. A l'inverse de ce qu'on aurait pu escompter, il en est résulté ainsi un accroissement de l'indépendance de certaines banques commerciales par rapport à la banque d'émission, dans les pays centres de l'or.

A la fin de 1298 le système est à son apogée. A ce moment les devises détenues par toutes les banques centrales soumises au système s'élevaient à environ \$ 2.500.000.000. L'extension même qu'avait pris le système est une preuve décisive des transformations que ce système avait subi, comme aussi des finalités différentes qu'on se proposait d'atteindre, à cette époque, au moyen du Gold Exchange Standard. La nouvelle formule qu'avait assumé le système après la guerre venait ainsi d'être forgée : une formule rationnelle de couverture de la circulation fiduciaire.

Avant la guerre mondiale, le système paraissait avoir pour objectif principal la stabilisation des changes pendant la période préparatoire du retour d'un pays donné à l'étalon-or. Après la guerre, il se serait agi de rationaliser, au moyen de ce système, l'économie monétaire du monde. Ainsi nous voyons le système du Gold Ex-

change Standard subir d'importants changements dans le courant de son évolution. C'est surtout le changement d'objectif qu'on se proposait d'atteindre avec ce système qui n'a pas été sans produire des répercussions importantes sur le fonctionnement même de l'étalon-or.

Il en est résulté une complication dans le fonctionnement du système monétaire international, surtout du fait que le Gold Exchange Standard produisait des effets agissant dans le sens de fausser les répercussions réciproques du transfert des réserves des banques centrales. De l'avis unanime de tous les économistes qui se sont occupés de ce problème au cours de la dernière décade, et du fait d'un emploi généralisé du système du Gold Exchange Standard, les mouvements de l'or ont exercé une action moins directe et aussi efficace sur le niveau des prix. Le mécanisme de l'étalon-or a été sérieusement affecté par le changement d'objectif qu'a subi le Gold Exchange Standard, ainsi que par son usage généralisé. Tandis que la forme du système subsistait, tous les effets régulateurs que ce système comportait disparaissaient.

On a reproché au système du Gold Exchange Standard d'avoir grandement atténué la sensibilité et l'efficacité du mécanisme de l'étalon-or. Ainsi par exemple, des capitaux sortant des Etats-Unis pour entrer dans un pays soumis au Gold Exchange Standard, majoraient bien de leur montant les disponibilités du marché sur lequel ils arrivaient, mais sans que les disponibilités du marché américain s'en trouvent par là diminuées, parce que la banque d'émission qui reçoit ces capitaux, tout en les comptant dans sa réserve, les laisse en dépôt

sur le marché de New-York où ils pourront, comme par le passé, servir de base à l'ouverture de crédits nouveaux.

Le Gold Exchange Standard nous paraît bien mériter, en plus du reproche d'avoir grandement atténué la sensibilité et l'efficacité du mécanisme de l'étalon-or, celui d'avoir dissocié les mouvements du crédit des mouvements de l'or.

Ce ne fut pas là une des moindres causes des excès de crédit qui ont marqué la période ascendante du cycle économique et qui ont conduit à la grande période de spéculation qui se termine en 1929. C'est le Gold Exchange Standard qui a permis par exemple, en 1927 et en 1928, le grand afflux vers l'Europe des capitaux exportés par les Etats-Unis, sans que leurs ressources métalliques s'en trouvent diminuées. Ce système a ainsi contribué à prolonger et à accentuer la distribution anormale de l'or, parce qu'il faisait en sorte que le retour des capitaux ne fut pas suivi par celui de l'or, et en même temps il constituait un instrument considérable d'inflation.

L'or dont les capitaux qui refluèrent vers l'Europe étaient la représentation, restait disponible aux Etats-Unis et permettait une amplification continue des crédits, qui se dédoublèrent ainsi sur l'échelle mondiale purement et simplement. De ce fait, le Gold Exchange Standard était une des causes de la grande crise de spéculation qui se termine en 1929, parce qu'il a retardé le moment où l'influence du jeu de l'étalon-or devait se faire sentir. Il a grandement favorisé l'accumulation des avoirs déposés à court terme à l'étranger : c'est le phé-

nomène le plus significatif du système bancaire de l'après-guerre. Il prouve que les capitaux n'ont pas été attirés par des placements rémunérateurs à long terme, mais se sont accumulés de plus en plus sur les principaux marchés monétaires.

La banque des règlements internationaux estime que le montant total des avoirs placés à court terme à l'étranger s'élevait, au début de 1931, à au moins \$ 10 milliards. C'est la présence de cette masse énorme de capitaux flottants qui a jeté le trouble dans le fonctionnement de l'étalon-or.

Depuis la guerre, les mouvements de ces capitaux ont gravement faussé le jeu normal de l'étalon-or, qui permettait de réaliser, par le changement du taux d'es-compte, des modifications dans le mouvement des prix.

Au cours de la dernière période, plusieurs tentatives qui ont été faites dans ce sens ont été annulées par l'afflux des crédits à court terme attirés par les taux d'intérêts plus élevés. La Délégation de l'Or estime que ce facteur est aussi responsable, pour une large part, de la rigidité du système des prix et partage l'avis qu'il a constitué un obstacle sérieux au rétablissement de l'équilibre international des prix (1).

La part de responsabilités qu'a eu le Gold Exchange Standard dans l'irrégularité des mouvements des capitaux est considérable. Les mouvements des capitaux consacrés à des placements extérieurs sont devenus plus irréguliers qu'avant la guerre. Tandis qu'avant la guerre, les mouvements internationaux des capitaux s'opéraient

(1) Rapport de la Délégation de l'Or, paragraphe 123.

presque toujours dans le même sens, nous voyons que dans les années d'après guerre, les capitaux prêtés à long terme aussi bien qu'à court terme ont suivi des courants contraires. Il arrivait fréquemment à un même pays d'être à la fois importateur et exportateur de sommes importantes, phénomène qui a été très rarement enregistré dans la période d'avant-guerre.

Au cours de la dernière période qui a précédé la dépression actuelle, on a assisté à des mouvements d'or d'une telle importance et d'une telle fréquence, comme on n'en avait jamais vu avant la guerre. Il en est résulté de graves difficultés dans le fonctionnement de l'étalon-or ; celui-ci fonctionnant comme un mécanisme de distribution automatique des capitaux, assurait le courant ininterrompu des capitaux des pays riches en capitaux vers ceux qui en étaient dépourvus ; ce courant d'exportation des capitaux contribuait à diminuer la différence qui existait entre les taux d'intérêt de divers pays. Ces mouvements, qui tendaient vers une égalisation internationale des taux de l'argent, s'opéraient par des changements graduels et réguliers, presque rythmiques.

Par contre, ceux qu'on a pu enregistrer dans la dernière période étaient des mouvements brusques et violents qui se produisaient sous l'empire de facteurs exceptionnels, exerçant leur influence souvent contradictoire, tantôt dans un sens tantôt dans l'autre. Avant la guerre, il y avait un mouvement régulier des capitaux prêtés à court terme par l'Europe Occidentale au reste du monde. Ces mouvements, par leur régularité et par leur peu d'importance relative, jouaient surtout un

rôle « régulateur » ; ils permettaient d'équilibrer les balances de paiement momentanément déficitaires. Cette situation était due, pour une bonne part, au fait que pendant les années d'instabilité monétaire, les mobiles politiques ont souvent influencé les mouvements des capitaux, les orientant surtout vers la forme des prêts à court terme.

A la base de ce phénomène, se trouve surtout un manque de confiance qui a fait naître dans le public le désir de garder liquide une grande partie de ses fonds. Ce facteur psychologique a été pour beaucoup dans ce qu'on a appelé le phénomène de l'accumulation des avoirs à court terme à l'étranger, et a préparé cette inégale répartition des stocks d'or du monde, laquelle par voie de conséquence, rendait très vulnérable la position d'un grand nombre de banques centrales.

Combien cette situation était pleine de danger latent pour de tels pays, apparut au moment où les importations des capitaux étrangers ayant diminué, ceux-ci, exportateurs des produits de base, se trouvant dans l'obligation d'adapter leur balance commerciale à la nouvelle situation durent utiliser à cet effet leurs réserves de devises étrangères et d'or.

Ces mesures ne constituèrent que des palliatifs, car la forte baisse subie par les prix des exportations de ces pays, ainsi que le manque d'élasticité de leur production, réduisant la valeur des exportations, transformant l'excédent d'exportation en un excédent d'importation, mirent ce pays dans une situation des plus graves.

L'histoire des mouvements internationaux des capitaux au cours des dernières années, comprend une très longue et fertile période en transactions des capitaux internationaux, mais celle-ci s'arrête brusquement en 1929. Au cours des années qui vont jusqu'en 1928, la prospérité qui régna aux Etats-Unis ainsi que le manque d'une action délibérément contraire de la part des Banques Fédérales de Réserve, favorisèrent les transactions internationales de crédit ; le volume des emprunts internationaux à long terme atteignit un nouveau record. La conséquence en a été une atténuation de l'écart existant entre le loyer de l'argent sur les différents marchés monétaires.

Aux environs de l'année 1928, la situation en ce qui concerne les capitaux placés à long terme par les Etats-Unis se présente ainsi : les Etats-Unis avaient un crédit évalué à \$ 12 à 14 milliards et un débit d'environ \$ 4 milliards, tandis qu'à court terme, le débit atteignait le double du crédit, soit environ \$ 3 milliards, de sorte que l'avoir net variait entre \$ 6.500.000.000, et \$ 8.500.000.000 (1).

Vers le milieu de l'année 1928, se produisit un resserrement général des opérations des capitaux ; les émissions étrangères aux Etats-Unis sont tombées du chiffre de \$ 882.000.000 pendant les premiers mois de l'année à \$ 409.000.000 pendant la seconde moitié de l'année, tandis qu'au cours de toute l'année 1929, les exportations n'ont pas dépassé \$ 230.000.000.

Ce resserrement des exportations des capitaux avait

(1) Situation économique mondiale en 1931/1932.

coïncidé avec le « boom » qui se produisit aux Etats-Unis au cours des derniers mois de 1928 et de l'année 1929. Le « boom » industriel et boursier créa un état de choses tel que le taux de l'intérêt s'éleva brusquement aux Etats-Unis. Ce fait occasionna un renversement complet du courant des capitaux. C'était alors le chemin de New-York que commençaient à prendre d'importants capitaux européens. Cette exportation de capitaux à destination de New-York, favorisa la grande ampleur qu'avait prise la spéculation boursière. La perturbation qui en était résultée, non seulement dans le mouvement des prix mais aussi dans les mouvements commerciaux, fut l'un des facteurs principaux qui accéléra l'éclatement de la crise mondiale du mois d'Octobre 1929.



Pour résumer l'exposé que nous venons de faire, nous croyons devoir ajouter qu'il ne nous paraît pas que la politique de monnaie dirigée ait sérieusement entravé le fonctionnement de l'étalon-or, et cela, pour la simple raison que de celui-ci ne subsistait plus que la forme, parce que dans une large mesure le système de l'étalon-or fut remplacé par celui de l'étalon de change or. D'ailleurs, l'esprit du temps ne se prête guère à la conclusion et surtout à la fidèle observation d'une convention de cette nature et de cette importance. La lutte économique entre les nations devient chaque jour plus serrée et plus âpre, et celles-ci ne s'embarrassent pas beaucoup devant le choix des moyens qui doivent servir le but qu'elles se proposent d'atteindre.

Nous avons essayé d'analyser plus haut pour combien

certaines opérations qui rentrent dans le cadre de la politique de monnaie dirigée, ont pu contrarier ou stimuler le fonctionnement de l'étalon-or, et nous croyons qu'il est incontestable que certaines de celles-ci, comme les opérations sur le marché libre, aient constitué une entrave sérieuse pour son fonctionnement ; mais en définitive il nous semble que c'est surtout à l'existence d'autres facteurs, que revient le mérite d'avoir non seulement gâché le fonctionnement de ce qui restait de l'essence du système de l'étalon-or, mais de l'avoir même rendu tout à fait inopérant.

L'étalon-or est certainement une convention, mais le Gold Exchange Standard ne l'est pas moins. Cependant, cette convention ne pouvait pas régir le facteur, par lui-même indéfinissable et insaisissable, qu'est cette énorme masse de capitaux erratiques de près de \$ 10 milliards, laquelle, se déplaçant sur des ordres télégraphiques, était constamment à la recherche d'un abri sûr. Du fait de l'existence de ces capitaux, il n'y a pas de système international qui puisse tenir et se targuer d'opérer une distribution de l'or équitable, et pour si peu qu'elle fût stable. D'autant plus était-il inutile d'envisager les possibilités d'une influence quelconque exercée par ces capitaux sur l'établissement du pouvoir d'achat, vu le peu de goût pour la fixation sur n'importe quel marché monétaire, dont ont fait preuve ces capitaux.

Nous avons mentionné qu'à la base de la création de cette masse de capitaux, était un facteur psychologique : c'est ce sentiment d'inquiétude pour la stabilité de la monnaie, des hommes qui venaient d'être instruits par

des expériences récentes des maux qui pouvaient résulter des altérations de la valeur de la monnaie. Il ne nous paraît pas niable que le système de l'étalon de change or ait été pour beaucoup, en dissociant les mouvements des crédits des mouvements de l'or, et les mouvements des capitaux de ceux-ci, dans l'accroissement de la masse de ces capitaux flottants.

De cette manière, il nous semble qu'il faut toujours remonter à l'inflation de crédit pour trouver une des causes essentielles de la crise actuelle, et nous nous rangeons à l'avis de ceux qui ont recherché dans cette trop grande expansion de crédit la cause de toutes les perturbations dont nous sommes témoins.

Poursuivre une politique d'amplification de crédit nous semble avoir constitué le devoir bien compris des Banques Fédérales de Réserve. Cependant, le volume de crédit se trouvait de beaucoup dépasser, à la fin de 1929, celui que le Système de Réserve paraissait avoir désiré, et c'est à l'usage généralisé de l'étalon de change or, qui nous paraît être une forme internationale de monnaie dirigée, qu'à notre avis, il faut attribuer une bonne part de responsabilité dans l'inflation de crédit.

CHAPITRE V

La monnaie dirigée,
l'expansion du crédit et le Krach
du mois d'octobre 1929 à la Bourse
de New-York.

I

L'évolution du cycle économique entre 1922 et 1925.

1°) La reprise des affaires en 1922 et les éléments qui la favorisèrent

Depuis le milieu de 1921, date à laquelle le maximum de la dépression avait été atteint, la reprise s'effectua rapidement, de telle sorte que les hauts niveaux de 1920 furent reconquis à peine une année et demie après. La rapide reprise de cette année contraste grandement avec ce qui s'était passé au cours des cycles précédents où la reprise était beaucoup plus lente. Autrefois c'était plutôt la crise elle-même, qui en se prolongeant, créait des conditions de la reprise des affaires, tandis que ce qui se passa vers les années 1921/1922, nous incite à croire à l'existence de certaines circonstances qui ont puissamment aidé et accéléré la reprise.

Les facteurs qui aidèrent à une si rapide reprise furent, d'abord la liquidation des entreprises à rendement insuffisant que causa la crise. Ces nombreuses liquidations des entreprises déficitaires qui laissèrent le champ libre aux entreprises qui avaient survécu, leur permirent de développer notablement leur capacité de production. Un second facteur qui favorisa la remarquable reprise des années 1922/1923, fut le grand besoin des investissements nouveaux qui existaient alors aux Etats-Unis. Ce besoin des investissements nouveaux était dû, en premier lieu, à un resserrement des inves-

tissements pendant la période de la crise, et, en second lieu, à ce que de nombreuses industries nouvelles qui s'étaient développées pendant la guerre et dont la crise avait ralenti l'essor, eurent besoin, à peine la crise terminée, de nouveaux capitaux importants pour continuer leurs fabrications, agrandir leurs installations, et perfectionner leurs outillages.

La satisfaction de ces besoins d'investissements nouveaux fut facilitée par des importations d'or massives, sur la base desquelles le crédit se développa sensiblement. Cette nouvelle aisance monétaire fut un des facteurs, et pas des moindres, de la rapide reprise des affaires après la crise de 1921. L'afflux d'or sur la base duquel cette aisance monétaire se développa, était providentiel, avec l'existence de ces autres facteurs, pour abrégier la durée de la dépression et pour amener une reprise vigoureuse et rapide.

Celle-ci se dessina même tellement rapide, qu'en l'année 1925, les Autorités des Banques Fédérales de Réserve se préoccupèrent des mesures susceptibles de freiner cette trop rapide ascension de la marche des affaires. Toutefois, l'indice de la production industrielle nous prouve que, dès l'année 1923, l'équilibre économique fut rétabli, et qu'à partir de cette date commença une nouvelle période d'essor harmonieux qui ne prit fin qu'en 1929, de la façon que nous savons.

2°) Les principales caractéristiques du nouveau cycle d'affaires

Cette nouvelle période d'essor qui débute en 1923, fut une période de productivité remarquable, caractérisée par des taux élevés des profits et des salaires, ainsi que par une notable stabilité des prix, lesquels rétrospecti-

vement, représentent bien les facteurs essentiels de cette période.

L'établissement des hauts salaires fait partie d'une politique destinée à maintenir le pouvoir d'achat, et constitue un des facteurs principaux de l'ensemble des mesures qui servirent à accroître le pouvoir d'achat de la population. Pendant la période qui va de 1924 à 1929, l'augmentation en général du taux des salaires fut de 8 %. On peut se demander si cette augmentation du taux des salaires, vu le but qui était poursuivi, était susceptible d'accroître le pouvoir d'achat d'une manière satisfaisante, afin de permettre l'absorption de toute la production industrielle qui, dans la même période, avait augmenté de 25 %.

Dans l'ensemble, pendant la dernière période d'essor, les salaires payés ont conservé à peu près le même degré d'importance relative par rapport au revenu national, qu'avant la guerre. Pour bien illustrer ce que nous venons de dire, il est intéressant de comparer les pourcentages du revenu national payés en salaires en 1913, à ceux de la période qui s'étend de 1924 à 1929 :

1913 : 36,4	1926 : 38,1
1924 : 37,7	1927 : 37,3
• 1925 : 37,6	1928 : 36,0
1929 : On ne possède pas de chiffres.	

Cette « politique de hauts salaires » répond aussi à l'idée générale que l'amélioration du bien-être provoque l'augmentation du rendement des ouvriers. A ce sujet, le rapport à la Société des Nations note « que « l'expérience de près d'un siècle de législation indus-

« trielle a prouvé que, avec le temps, la réglementation et l'amélioration des conditions de travail n'augmentent pas les coûts de production, mais au contraire, les « abaissent » et le même rapport ajoute que « le même argument d'ordre général inspire une bonne partie de l'activité législative en matière de « bien-être social » (1).

Par ailleurs, les hauts salaires doivent être considérés comme une manifestation des plus importantes d'un accroissement réel de la production, et comme tels, constituent un facteur essentiel de l'élévation du niveau de la vie. A cet élargissement patent de la consommation résultant de l'augmentation du taux et des volumes des salaires, il faut en ajouter un, fortuit, et dont l'importance grandissait, celui que représente l'expansion du crédit qui créa la possibilité d'une consommation de plus en plus développée.

Les hauts salaires qui furent payés aux ouvriers, ainsi que les rémunérations accrues des diverses fonctions dans la vie économique et dans les services publics, et qui aidèrent si efficacement au relèvement du niveau général de la vie, représentent un trait saillant de la « prosperity » américaine, au cours de la dernière période décennale. Pendant cette ère de « prosperity », l'accroissement des revenus se répercuta surtout sur la demande des produits industriels. Ainsi, le nombre des automobiles augmenta, aux Etats-Unis, à l'exclusion des camions, d'environ 7 à 21,4 millions, entre 1919 et 1928; de même, au début de 1922, on ne comptait que 60.000 installations de T. S. F. en service, tandis que six années

(1) Situation économique mondiale en 1931/1932.

plus tard, leur nombre était passé à 7.500.000. La construction des maisons d'habitation a suivi le même mouvement. La production d'appareils électriques ménagers, qui atteignait à peine aux Etats-Unis en 1914, 3.500.000 \$ était passée, elle aussi, à 77.500.000 \$.

De cette façon, tandis qu'on assistait à une augmentation considérable de la demande des produits industriels, par contre, la demande des produits alimentaires, du fait d'un changement dans les habitudes, subissait un recul. La consommation par tête aux Etats-Unis de la farine de froment était depuis longtemps en constante diminution, mais c'est surtout depuis la guerre qu'on a pu enregistrer les reculs les plus importants.

Consommation, par tête, de farine de froment aux Etats-Unis :

1919 : 195,4

1929 : 175,2

C'est une circonstance qui, sans doute pour une large part, explique la tendance constante vers la baisse des prix des céréales, laquelle se fera surtout sentir à l'approche de l'éclatement de la crise (1).

Dans l'évolution de l'économie américaine de la dernière période décennale, on peut, d'une façon générale, distinguer deux périodes principales : la première qui va du commencement de la reprise en 1921 jusqu'à la fin de 1925, et la seconde qui s'étend depuis la fin de 1925 jusqu'au krach à la Bourse de New-York, en Octobre 1929. L'une des raisons pour laquelle ces deux périodes peuvent nettement se séparer, réside dans les

(1) Tous les chiffres sont extraits de « Le cours et les phases de la Dépression Economique Mondiale ».

caractéristiques que présentait l'évolution de l'économie américaine dans ces deux périodes successives.

Considérée rétrospectivement, cette évolution présente des différences caractérisées dans les deux périodes respectives : la physionomie de l'évolution était plus calme et celle-ci s'est poursuivie avec beaucoup moins d'à-coups, elle présentait une allure plutôt linéaire ; tandis que dans la seconde de ces périodes, divers symptômes d'instabilité apparaissent ou se font sentir davantage. D'une manière générale, toute l'évolution se poursuit avec plus d'à-coups, et la courbe qui la représenterait aurait une allure plus accidentée que celle qui aurait pu représenter l'évolution dans la première période.

L'événement qui fait de l'année 1925 un tournant dans l'évolution économique, c'est le retour à l'étalon-or de la plupart des principaux pays commerciaux. Cet événement a été d'une telle ampleur et fut si riche de conséquences pour l'économie mondiale que, par les effets qu'il a produits sur son évolution, il a été de nature à constituer un tournant dans l'évolution de l'économie.

**3°) Les principales conséquences
du retour à l'étalon-or des grands pays commerciaux
pour l'évolution du cycle économique aux Etats-Unis.**

Le fait le plus marquant de cette année fut le retour de la Grande-Bretagne à l'étalon-or au mois d'Avril 1925, suivi, dans un bref délai de temps, par le retour à l'étalon-or des principaux dominions britanniques. Cette série de stabilisation des monnaies britanniques entraîna à sa suite celle de la monnaie belge et de la mon-

naie italienne. Peu après, les Pays Scandinaves suivirent le mouvement, lequel s'étendit à de nombreux pays de l'Europe Continentale.

Ces événements eurent d'importantes répercussions sur l'évolution de l'économie mondiale dans les temps qui allaient suivre. L'une des premières conséquences fut que, dorénavant, presque tous les prix furent des prix or. Cette extension des prix or dans presque tous les plus importants Etats, constitue une circonstance des plus marquantes pour le développement ultérieur du commerce international et du mouvement international des capitaux, du fait qu'elle mettait fin à des procédés inflationnistes locaux grâce auxquels il se constituait parfois des « matelas » (1) de monnaie, lesquels souvent, étaient de nature à contrecarrer l'influence qu'exerçaient les mouvements des prix or, qui étaient des prix américains. Ce facteur tendait à provoquer un nivellement mondial des prix or, lequel ne pouvait être que très avantageux pour l'économie américaine, puisque les Etats-Unis avaient tout intérêt à voir se produire une élévation du niveau général des prix or dans le monde.

L'indice des prix or américains en 1925, accusait le chiffre de 160 contre 100 en 1913 ; cette augmentation du niveau général des prix de 60 % s'était produite pendant la période d'inflation et était due uniquement à la grande inflation monétaire à laquelle durent recourir les Etats-Unis pendant la guerre, pour la financer.

L'afflux d'or qui se produisit après la guerre ne fit

(1) Cours de M. Rist pour l'année 1931/1932.

que consolider, sur la base de l'or, toute la masse de papier fiduciaire, et consacra ainsi les hauts niveaux des prix « artificiels » (1) aux Etats-Unis. En effet, les Etats-Unis bénéficièrent, dans les années qui suivirent immédiatement la guerre, de ce qu'ils étaient le seul pays qui avait conservé une monnaie convertible, de sorte qu'une partie importante du stock d'or mondial, à cause de diverses circonstances aussi bien politiques qu'économiques, s'achemina vers les Etats-Unis, qui étaient aussi le seul pays à le recevoir librement. De plus, tout l'or nouvellement produit prenait le même chemin. Il en est résulté que les prix or de toutes les marchandises étaient en fait des prix américains, lesquels, ainsi que l'a démontré M. Rist, étaient des prix purement « artificiels ».

La conséquence la plus importante du rétablissement de l'étalon-or dans le monde, fut que ces prix purement américains se transformèrent en prix or mondiaux. Cet important changement produisit plusieurs effets, dont les uns furent heureux et avantageux pour le développement économique général aux Etats-Unis, tandis que les autres furent de nature à exercer une influence défavorable sur ce même développement. On s'attendait à voir se produire une cessation de l'accumulation de l'or aux Etats-Unis et une meilleure répartition de l'or dans le monde, de même qu'une diminution du stock d'or monétaire américain était prévue. En réalité cette diminution ne se produisit pas, et les Etats-Unis continuèrent de garder le même important stock d'or monétaire.

(1) Cours de M. Rist.

Ainsi, nous voyons que le stock d'or monétaire aux Etats-Unis, qui s'élevait à la fin du mois de Décembre 1925 à 4.399.000.000 de \$, au lieu de décroître comme on s'y attendait, augmenta légèrement et passa à \$ 4.492.000.000 à la fin de Décembre 1926. Ce n'est que plus tard, au cours des années 1927-1928, qu'une légère diminution put être enregistrée.

Nous voyons donc qu'une des conséquences les plus favorables qui devait suivre le rétablissement de l'étalon-or ne s'était pas produite, mais qu'au contraire, certaines craintes qu'on a eu au sujet des effets que ce rétablissement pouvait provoquer sur le maintien du niveau général des prix dans le monde, étaient justifiées.

Ce qui se produisit après 1925, ressemble à ce qui était survenu après 1870, à l'époque où l'Allemagne nouvelle adopta l'étalon-or, et où cette adoption de l'étalon-or par l'Allemagne, provoqua l'abandon de la circulation argent par plusieurs principaux pays, lesquels, à l'instar de l'Allemagne, finirent par adopter l'étalon-or.

Cette nouvelle extension de l'étalon-or avait exercé une influence défavorable pour le maintien du niveau général des prix. La quantité d'or s'était trouvée insuffisante pour soutenir la structure des prix, lesquels avaient atteint une telle hauteur, que, par suite d'un faible soubassement métallique, ceux-ci accusèrent une tendance vers la baisse.

M. Rist est d'avis que ce qui s'est passé après 1925 ressemble en beaucoup de points à ce qui s'était passé pendant la période dont nous venons de parler, et qu'un

rétablissement universel de l'étalon-or devait nécessairement amener une baisse de prix, dont le niveau était trop haut pour que le stock d'or mondial soit suffisant pour le soutenir. A ce sujet il ajoute que : « le retour à la circulation or à partir de 1927, a marqué un changement complet dans la direction générale des prix or, l'extension du domaine de la circulation devait nécessairement aboutir à cette conséquence que l'ensemble des prix or dans le monde devait s'abaisser », et que c'est ce fait « qui a joué dans le développement ultérieur de la crise un rôle très important » (1).

Une autre circonstance qui est en connexion directe avec le rétablissement de l'étalon-or dans plusieurs pays a été que, par suite du choix d'un taux de stabilisation trop haut, notamment en Angleterre, les revenus nationaux dans ce pays se sont trouvés à même d'acheter plus au dehors où les prix or étaient restés à leur ancien niveau, qu'à l'intérieur du pays où les prix avaient augmenté pour se mettre au niveau des prix or mondiaux. Il est évident qu'en ramenant leur monnaie à sa parité d'avant-guerre, les Anglais étaient guidés par la croyance qu'une hausse de prix or mondiaux se produirait, mais c'est justement le contraire qui a eu lieu. C'est à partir de 1925, date à laquelle l'Angleterre est revenue à l'étalon-or qu'une baisse générale des prix s'est dessinée.

D'ailleurs, pendant cette première période, les mesures auxquelles les Banques Fédérales de Réserve eurent recours dans la poursuite de leur politique, prou-

(1) Cours d'Economie Politique de M. Rist. Année 1931/1932, page 38.

vent, par leur manque de variété, que l'essor continuait à évoluer harmonieusement. Toutes ces mesures portent uniquement l'empreinte de deux sortes de préoccupations principales : d'un côté, les Dirigeants du Système Fédéral étaient soucieux de favoriser autant que possible la reprise qui se dessinait après 1921, tandis que d'autre part ils craignaient que cette reprise ne fut trop brusque, et nombreuses sont leurs interventions où est évident leur désir de freiner la marche ascensionnelle et rapide de cet essor, lorsque celle-ci devenait inquiétante et qu'il y avait lieu de craindre que par la suite, l'économie se ressentit de la trop grande ampleur qu'avait pris l'essor à ses débuts.

4°) La politique des Banques Fédérales de Réserve pendant les années 1922 à 1925

Au cours de cette période, la politique de crédit des Banques Fédérales de Réserve était basée sur un élargissement graduel de crédit, que permettait l'aisance monétaire, laquelle était la conséquence d'une augmentation continue du stock d'or. Depuis la fin de 1921, le stock d'or monétaire aux Etats-Unis n'a pas cessé de croître. En effet, nous le voyons passer de \$ 3.660.000.000 à \$ 4.399.000.000 en 1925. Quel que fût le désir des Banques Fédérales de Réserve de ne pas permettre une nouvelle inflation, basée sur ces nouveaux arrivages d'or, le volume total du crédit augmentait en conséquence.

Nous allons essayer de résumer en un tableau, l'accroissement respectif de l'encaisse or et du total des

crédits qu'avaient octroyés les Banques Fédérales de Réserve :

Années :	Or :	Total des prêts et placements	Total des Certificats or :	Variations du taux de l'escompte :
1921	3.660	23.482		4 1/2 %
1922	3.929	25.579	695	4 %
1923	4.244	26.487	737	4 %
1924	4.499	28.746	1.218	3 %
1925	4.399	30.884	1.608	3 1/2 %

Millions de Dollars.

Dans ces conditions, il est superflu de parler de l'existence d'une prétendue politique de « stérilisation de l'or », puisque, en fait, nous voyons le volume du crédit progresser d'environ 15 fois 1/2 pour chaque dollar d'or neuf.

Les Dirigeants des Banques Fédérales de Réserve ont pu uniquement avoir soin d'empêcher un élargissement du crédit au second degré, en augmentant le volume des certificats or en circulation, que nous voyons en effet passer de 695 à 1.608, ce qui fait que le volume en a presque doublé.

Favorisée par cette abondance de crédit, la production industrielle augmentait progressivement mais lentement, et les prix étaient en légère hausse. L'indice des prix de gros aux Etats-Unis, indique que, depuis le minimum où étaient descendus les prix, au plus fort de la crise de 1921, et qui était de 117 sur la base de 1913 = 100, ceux-ci se chiffrèrent par l'indice de 159 en 1925. D'ailleurs, le mouvement des prix au cours de cette

(1) Tous les chiffres sont pris des Documents Sélectionnés soumis à la Délégation de l'or.

période est remarquable de continuité dans son ascension modérée.

Les chiffres suivants pourraient illustrer la marche des prix :

1921 :	147
1922 :	149
1923 :	154
1924 :	150
1925 :	159

Guidés par l'indice des prix, entre autres données statistiques sur lesquelles ils basaient leur politique de crédit, les Dirigeants des Banques Fédérales de Réserve poursuivaient une politique en conséquence du mouvement des prix.

Dans toutes les occasions où les prix marquaient une tendance vers une hausse trop rapide, les Banques Fédérales de Réserve procédaient à des ventes de titres et augmentaient légèrement leur taux d'escompte, tandis que dans les cas où l'évolution des prix manifestait de la lourdeur, celles-ci achetaient des titres et abaissaient légèrement leur taux d'escompte.

Nous les voyons agir ainsi, depuis Janvier jusqu'au mois de Mai 1922, avec le dessein de favoriser la reprise. A ce moment, les affaires commençaient seulement à se relever de la dépression de 1921 : les prix des produits industriels étaient en très légère augmentation, tandis que les prix des produits agricoles restaient encore très bas.

Entre le mois de Janvier et le mois de Mai 1922,

les Banques Fédérales de Réserve achetèrent pour \$ 400.000.000 de valeurs d'état ; ces achats de titres, concurremment avec de nouvelles importations d'or, permirent aux banques adhérentes de diminuer le montant de leurs dettes envers les Banques Fédérales de Réserve et d'accroître ainsi leurs possibilités de crédit.

Depuis le milieu de 1922 jusqu'au mois de juillet 1923, les Banques Fédérales de Réserve procédèrent à des opérations inverses parce que le niveau des prix avait atteint une hauteur telle, que plusieurs signes avant-coureurs de la crise (1) apparurent. Un ralentissement était manifeste sur le marché du travail, et on constatait quelques indices de surproduction. Au cours de cette même année, les Banques Fédérales de Réserve vendirent pour \$ 525.000.000 de valeurs d'état et relevèrent leur taux d'escompte de 4 % à 4 1/2 %.

Les achats de \$ 510.000.000 de valeurs d'état, depuis la fin de 1923 jusqu'en Septembre 1924, étaient destinés à soutenir la production, où se manifestaient alors quelques signes de ralentissement accompagnés d'une légère tendance vers la baisse des prix.

Les ventes de titres auxquelles procédèrent les Banques Fédérales de Réserve entre le mois de Novembre 1924 et le mois de Mars 1925, et qui se chiffraient par \$ 260.000.000, furent effectuées au cours d'une année où les affaires étaient prospères, les prix en hausse, et où les premiers signes d'une activité spéculative anormale commençaient à apparaître. Il y avait une autre cause qui détermina l'intervention des Banques Fédérales de

(1) Burgess, pages 242 et suivantes.

Réserve : ce furent de nouvelles importations d'or, pour le compte de plusieurs banques adhérentes, qui se produisirent au moment où ces banques adhérentes n'avaient pas de dettes envers les Banques Fédérales de Réserve, et où celles-ci ne disposaient pas de titres réalisables pour neutraliser le mouvement de l'or.

En effet, pendant cette année, les Etats avaient exporté pour \$ 385.000.000 et en avaient importé pour \$ 499.000.000 et les mesures que prirent les Banques Fédérales de Réserve, avaient évidemment pour but de freiner l'expansion de crédit qui était possible dans les circonstances que nous venons de voir, c'est-à-dire lorsque les banques adhérentes étaient le moins endettées auprès d'elles.

Pendant toute la période dont nous venons de parler, l'évolution économique se poursuivait en général avec une remarquable stabilité ; il n'y a pas eu de fluctuations profondes et de grande ampleur. Cette circonstance a été souvent mise en rapport avec le fait que, pendant la même période, les variations de divers postes du bilan des Banques Fédérales de Réserve, ne furent pas non plus considérables.

La chronique monétaire de ces dernières années aux Etats-Unis, est en effet riche des interventions heureuses des Banques Fédérales de Réserve. De là viennent les affirmations que ce sont uniquement ces interventions des Banques Fédérales de Réserve qui ont pu redresser la situation, lorsqu'elle s'annonçait instable. On a souvent prétendu qu'il a suffi aux Banques Fédérales de Réserve d'acheter des titres pour une certaine somme généralement pas très considérable, en comparaison

avec le total de leurs prêts, et d'abaisser légèrement leur taux d'escompte, pour réfréner une baisse de prix et pour redonner de l'aisance au marché, de même qu'en pratiquant des opérations inverses, elles ont toujours pu réussir à arrêter une hausse de prix lorsqu'elle était indésirable.

5°) Les autres facteurs qui indépendamment de la politique des Banques Fédérales de Réserve, permirent le maintien de la stabilité des prix et la continuation de l'essor économique aux Etats-Unis entre 1922 et 1925.

La stabilité des prix qui a existé pendant cette période aux Etats-Unis et qui en a constitué le facteur principal, aurait ainsi été le fruit de la politique judicieuse qu'ont pratiquée les Banques Fédérales de Réserve, mais il nous paraît nécessaire de mettre en lumière, aussi, tout le complexe de circonstances qui ont singulièrement favorisé une telle évolution économique aux Etats-Unis, pendant la période qui va de 1922 à 1925. En effet, ces années coïncident avec la période de reconstruction de l'Europe, laquelle avait fourni pendant ce temps, fort à propos, un débouché considérable pour la capacité accrue de production américaine. Il y a eu pendant ces années un véritable « boom » de construction qui provenait de la nécessité de rééquiper les pays européens. Les profits que les Etats-Unis en ont tirés sont manifestes, et on peut noter certains effets symptomatiques de ce concours de circonstances. Par exemple, on a pu enregistrer un accroissement de 87 % dans la demande des machines outils et de 48 % dans la demande du matériel de fonderie.

A l'époque où le « boom » de reconstruction de l'Eu-

rope prenait fin, les exportations américaines commençaient aussi à fléchir, mais nous voyons, dans la même année, se produire un retour à peu près universel à l'étalon-or ; celui-ci, par les conséquences qu'il a eu sur l'établissement d'un niveau mondial des prix or, égal au niveau des prix or américains plus élevés, a produit au début de très heureux effets sur les exportations américaines, lesquelles, aidées aussi par la politique des prêts que commencèrent à pratiquer vers cette époque les Etats-Unis, reprirent leur marche ascensionnelle.

Les exportations qui avaient fléchi pendant la période de la crise de 1920-1921 passèrent du chiffre formidable de : \$ 8.525.000.000 d'exportation en 1920, (contre \$ 5.778.000.000 d'importation), à \$ 4.368.000.000 d'exportation en 1923 (contre \$ 4.162.000.000 d'importation), dans la même année, ce qui représente une diminution du solde net créditeur de \$ 2.747.000.000 en 1920, à \$ 206.000.000 en 1923.

Il y a aussi d'autres facteurs qui ont pu exercer une influence heureuse sur le maintien de la stabilité des prix aux Etats-Unis et qui résultaient uniquement d'un « milieu spécial » (1) que représentaient les Etats-Unis au point de vue économique. C'est ce « milieu spécial » qui aurait permis à la politique qu'ont pratiquées les Banques Fédérales de Réserve, de voir leurs initiatives couronnées de succès. Ce « milieu spécial » économique est fait d'un ensemble de pratiques et d'habitudes des industriels, des commerçants et des consommateurs américains. Le succès des procédés monétaires auxquels

(1) Teilhac, Les fondements nouveaux de l'économie.

eurent recours les Banques Fédérales de Réserve, peut s'expliquer aussi bien par les modalités de crédit elles-mêmes, que par le champ d'action où celles-ci s'exercent.

On a soutenu, et il nous paraît vraisemblable, que la stabilité des prix a pu aussi dériver de facteurs autres que la politique de crédit, notamment de cette large politique de rationalisation qui la dépasse, parce qu'en effet cette période d'essor a coïncidé avec une période de rationalisation intense, laquelle n'a pas été uniquement une rationalisation simplement industrielle au sens strict du terme, mais une rationalisation plus générale. Ce qu'on a avait rationalisé n'étaient pas uniquement les procédés de fabrication, mais aussi tout le système commercial s'était adapté au mouvement.

Au moment de la crise de 1921, les méthodes d'organisation de la production avaient paru défectueuses. Les industriels américains ont profité des années de stabilité pour mettre en pratique les enseignements qu'ils avaient retiré de la crise de 1921. A cette époque la liquidation des stocks qui s'étaient accumulés avait entraîné les plus grosses difficultés, et les industriels américains entreprirent de se fournir en matières premières d'une façon plus prudente. Au lieu d'acheter les matières premières nécessaires pour leurs industries à l'avance et en grosses quantités, ils préféraient dorénavant faire des achats « au jour le jour ».

Ce fait a sans doute exercé une influence modératrice sur la constitution des stocks, aussi bien dans les industries manufacturières que dans les industries des matières premières. Les procédés de standardisation et de

normalisation dans les industries ont notablement amélioré le rendement par ouvrier, et ont permis, pour une bonne part, l'augmentation des salaires.

La tendance à l'augmentation des salaires a été encouragée par les Autorités du système monétaire. Les hauts salaires, en donnant aux travailleurs un pouvoir d'achat plus grand, ont augmenté le volume de la consommation, lequel par ailleurs a été aussi favorisé par l'abaissement des prix de revient et par les nouvelles méthodes commerciales et publicitaires.

Les industriels et les commerçants américains se trouvaient dans l'obligation d'améliorer constamment leurs méthodes de vente, et c'est surtout lorsque le « boom » de reconstruction de l'Europe prit fin, que la lutte pour les débouchés devint de plus en plus sérieuse.

Pour conserver leurs anciens marchés et pour s'en ouvrir de nouveaux, toutes les entreprises un peu plus considérables créèrent des départements commerciaux, et celles qui en possédaient déjà les augmentèrent. A cet égard est significative l'augmentation des employés occupés en ces nouvelles fonctions. D'une manière générale le rôle du commerce avait grandi. A côté de véritables commerçants, on a pu trouver, depuis cette époque, aux Etats-Unis, une foule de gens qui s'occupaient du marché. Celui-ci possédait ses statisticiens, ses investigateurs et ses pronostiqueurs, aussi bien qu'un très grand nombre d'experts en publicité. Nogaro a relevé, qu'entre 1919 et 1929, tandis que le nombre des ouvriers travaillant dans des industries manufacturières est tombé, aux Etats-Unis, de 11.500.000 à 10.700.000,

celui des employés de commerce est passé de 4.475.000 à 6.120.000 (1).

Parallèlement à l'accroissement du nombre des employés et à la diminution du nombre des ouvriers, les appointements de ces employés se sont accrus beaucoup plus notablement que les salaires. Le pourcentage du revenu national représenté par les traitements en 1913 était de 52,7 %, tandis qu'en 1928, il s'était accru de 4,05 % et avait atteint le pourcentage remarquable de 57,2 % (2).

Cet effet de la rationalisation qui tendait à réduire la main-d'œuvre salariée et à augmenter le nombre des employés, était favorable aussi à l'augmentation de la consommation, puisque tous ces nouveaux employés étaient sensiblement mieux payés que les ouvriers qu'ils remplaçaient en quelque sorte.

Dans la lutte commerciale de plus en plus ardue que devaient soutenir les commerçants américains, ceux-ci s'efforcèrent de favoriser le perfectionnement des divers rouages du mécanisme de la consommation. A cet effet, ils eurent recours plus amplement à la publicité dont ils améliorèrent aussi les méthodes et les rendirent plus persuasives. Cette publicité devait créer le désir d'achat, et afin que les consommateurs virtuels puissent le réaliser, ils se préoccupèrent aussi de le faciliter.

C'est dans ce but qu'ils favorisèrent l'extension des ventes à tempérament. Ce système des ventes à tempéra-

(1) Bertrand Nogaro : Information financière, mois de Mai 1931.

(2) Situation économique mondiale 1931-1932.

ment n'a rencontré nulle part en Europe la faveur et l'ampleur avec lesquelles il a été pratiqué aux Etats-Unis. Pour se faire une idée des proportions qu'avait pris ce système dans l'économie américaine, il suffit de dire que 90 % de tous les appareils frigorifiques ont été vendus à crédit ainsi que 85 % des aspirateurs électriques, 75 % des appareils de T. S. F., 70 % des meubles, 27 % des automobiles d'occasion, de même que 58 % des automobiles neuves. Ces ventes à tempérament ont, sans conteste, grandement stimulé la consommation, mais comme ces pratiques ont l'inconvénient de lourdement hypothéquer le pouvoir d'achat dans l'avenir, il est difficile de se prononcer, quant à leurs conséquences définitives.

Comme une bonne partie de ces achats à tempérament a été effectuée au moyen des crédits bancaires, le volume de ceux-ci en a notablement augmenté de ce fait. Cette circonstance a concouru, pour sa part, à l'augmentation du volume des crédits bancaires en général.

Nous avons fait allusion plus haut (1) à la stabilité relative qui a régné pendant la période qui nous intéresse et qui a grandement favorisé l'essor harmonieux de l'économie américaine. Cependant cette stabilité n'a jamais été complète, même au cours de cette période, ce qui est d'ailleurs à considérer comme normal, puisque l'évolution économique ne peut jamais procéder d'une manière parfaitement calme, et il est naturel qu'il se produise de temps à autre des décalages entre le volume de la production et le volume de la consommation, lesquels concordent rarement d'une façon absolue.

(1) Voir pages 186 et 187.

**6°) L'offre de la monnaie et son influence
sur l'ajustement de la demande des marchandises
à l'offre des marchandises**

Pour ce qui nous intéresse, il est important de déterminer le rôle qu'a pu jouer la politique de crédit des Banques Fédérales de Réserve à travers l'offre de la monnaie, sur l'ajustement de l'offre des marchandises à la demande des marchandises. De prime abord, il nous semble évident que la politique monétaire qu'ont suivies les Banques Fédérales de Réserve, n'a pas été de nature à influencer grandement sur l'établissement des ajustements, que c'est grâce à un complexe de facteurs indépendants de cette politique que la concordance entre l'offre et la demande des marchandises a toujours pu finalement s'établir. Bien qu'il puisse sembler que les prix ont obéi, dans une certaine mesure, aux injonctions des Dirigeants du Système de Réserve, nous ne pouvons accepter entièrement cette explication des causes du mouvement des prix, et nous croyons plutôt qu'ils obéissaient aussi dans leur mouvement à l'influence d'autres facteurs.

Il nous paraît peu probable qu'en ajoutant dans la circulation, les quelque \$ 400.000.000, ou en les retranchant, ces opérations, vu leur peu d'ampleur par rapport au total de la monnaie en circulation aux Etats-Unis qui n'est jamais descendu pendant cette période au-dessous de \$ 5 milliards, aient pu exercer une telle influence modératrice. Par contre, il nous semble évident que ces mesures ont dû ajouter leurs effets aux influences qu'ont pu exercer d'autres causes modératrices, et que ce n'est que dans les effets combinés de ces diverses tendances convergentes, qu'on puisse rechercher

les causes de la durée remarquablement prolongée de cette période de grande stabilité.

En examinant cette question du point de vue de la demande des matières premières, il est important de mettre en lumière les facteurs qui, indépendamment des mesures monétaires, ont contribué à la stabilité de celle-ci. Nous avons déjà dit plus haut les heureux effets qu'ont produit sur la stabilité de la demande des matières premières, les nouvelles habitudes de se fournir au « jour le jour », qu'avaient adopté les industriels américains, à la suite de la crise de 1921. Cette nouvelle méthode de se fournir résultait aussi de ce qu'il n'y avait pas de spéculation sur les marchandises, ni de craintes d'une subite hausse de prix de ces marchandises. Ces procédés ont grandement contribué à empêcher la formation des stocks, aussi bien dans les usines qui produisent les matières premières, que dans les manufactures.

La grande aisance monétaire conditionnait un taux d'intérêt bas, dont les effets combinés avec ceux d'un taux d'escompte modéré et qui a peu varié, ont exercé une influence très favorable sur les méthodes de constitution des stocks, et ont empêché que ceux-ci ne deviennent à aucun moment excessifs. De même, les variations modérées que subissait le taux d'escompte, dispensaient les industriels et les commerçants de croire avoir à profiter d'un taux spécialement bas et avantageux. Ces circonstances expliquent, pour une grande part, qu'en dehors des variations saisonnières dans la demande des crédits auprès des Banques Fédérales de Réserve, celles-ci n'enregistraient que des fluctuations

minimes autour d'un certain volume, lequel d'ailleurs, progressait lentement, d'année en année, parallèlement à l'accroissement du volume des affaires.

L'uniformité du taux d'escompte et du taux d'intérêt avec la large trésorerie qu'ont pu se constituer toutes les plus grandes entreprises américaines, a également concouru à empêcher la constitution des stocks trop importants. Par ailleurs, beaucoup d'autres facteurs ont contribué à la stabilité de la demande des produits de diverses manières.

La demande des produits, ce qui veut dire la consommation, a été constamment soutenue par le système des ventes à tempérament. Il est difficile d'établir exactement pour combien le système des ventes à tempérament a contribué à augmenter la demande qui aurait pu être considérée comme normale, mais les statistiques dont on dispose nous autorisent à conclure qu'en ce qui concerne certains articles spéciaux, comme les automobiles, les appareils frigorifiques, les appareils de T. S. F., les aspirateurs électriques, la proportion des ventes à crédit n'a jamais été inférieure à 40 % ; pour les appareils frigorifiques, elle a atteint même 90 % du total des ventes.

Tous ces facteurs semblent avoir grandement contribué à la stabilité de la demande, laquelle ne peut qu'avoir tendance à atténuer les dépressions lorsqu'elles se produisent, et à en reculer l'éclatement avant qu'elles ne surviennent. Par contre, l'existence des autres facteurs était susceptible de provoquer des fluctuations violentes de la demande et tendait au contraire à en accentuer l'instabilité. Le mérite des facteurs qui ont exercé une

influence stabilisatrice sur la demande des matières premières, apparaît d'autant plus grand que l'offre actuelle des marchandises en général, obéit à des considérations auxquelles n'obéissait pas l'offre des marchandises d'il y a encore une trentaine d'années.

A la suite des progrès du machinisme, il se trouve actuellement que le prix de revient par unité monétaire, contient un pourcentage de dépenses d'amortissement beaucoup plus élevé qu'à d'autres époques. Dans l'industrie moderne, le travail manuel a été remplacé par des machines compliquées et chères, et par un matériel technique autrement étendu, de sorte qu'aujourd'hui le prix de revient par unité monétaire contient, par exemple, seulement 30 % de dépenses immédiates et 70 % de dépenses d'amortissement. Ceci fait que la production se trouve beaucoup plus indépendante vis-à-vis du mouvement des prix, qu'elle ne se trouvait autrefois, et que des entreprises possédant de puissants moyens financiers pourraient être tentées, dans le but de compenser les pertes résultant d'une baisse de prix, considérée momentanée, d'intensifier leur production, au moment même où les prix sont en baisse. Autrefois, lorsque les prix de vente baissaient au-dessous des prix de revient qui contenaient alors un pourcentage beaucoup plus considérable de dépenses immédiates, l'action des prix faisant arrêter la fabrication, était susceptible de freiner la tendance vers une surproduction, tandis que dans les circonstances actuelles, la restriction de la production ne commence que lorsque les prix de vente tombent au-dessous de ce que représente le pourcentage des dépenses immédiates dans les prix de revient.

Il en résulte que la production est actuellement beau-

coup moins sensible à l'influence des prix qu'elle ne l'était autrefois, et l'importance des facteurs qui agissent dans le sens de l'ajustement de la production à la consommation, apparaît à la lumière de ce fait, autrement considérable (1).

Nous avons déjà fait allusion plus haut (2) à l'existence des facteurs, dont les effets sont contraires aux effets de ceux que nous avons appelés « stabilisateurs » de la demande. Parmi les facteurs de cette seconde catégorie, nous croyons pouvoir ranger les Trust, les Cartels et tous les autres groupements des entreprises commerciales et industrielles, à tendance monopolistique.

Les Trust et les Cartels se forment généralement, lorsque par suite de l'existence d'un surplus considérable de capacité de production dans une certaine branche industrielle, l'écoulement des produits de cette industrie se fait difficilement, et qu'à la suite de cet état de choses, les industriels appartenant à cette même branche redoutent une baisse de prix. La concurrence qu'ils seraient obligés de se faire, les forcerait nécessairement à abaisser leurs prix, et c'est pour ne pas avoir à se soumettre à cette nécessité, qu'ils se concertent pour la supprimer.

L'accroissement du nombre des Trust et des Cartels, constitue en outre l'une des formes de ce qu'on a appelé la « non flexibilité (3) » dont est riche la structure économique de l'après-guerre. Certains aspects de cette

(1) L'Information du 10 Novembre 1932 : Les causes de la crise mondiale, par Kessler.

(2) Voir page 208.

(3) Les cours et les phases de la dépression économique mondiale, pages 77 et suivantes et pages 307 et suivantes.

« non flexibilité » paraissent avoir exercé une influence stabilisatrice sur la demande, tandis que d'autres formes ont pu provoquer des fluctuations plus marquées de la demande des marchandises. D'une façon générale, les diverses tendances monopolisatrices entraînent dans l'ensemble d'un système économique qui repose sur la libre concurrence, un changement important, lequel, de maintes façons, a probablement pu avoir une influence considérable sur la marche et le développement du cycle des affaires. C'est surtout la rigidité résultant de la difficulté qu'il y a à baisser le niveau des salaires, lorsqu'ils ont atteint une certaine hauteur, qui constitue un facteur entravant gravement le fonctionnement du mécanisme qui assure l'ajustement de l'offre à la demande des produits, au moyen des changements de prix qu'il provoque.

Après avoir fait allusion aux inconvénients résultant de ce phénomène de « non flexibilité », il faut toutefois mentionner que dans certaines circonstances cette rigidité du système économique peut aussi exercer une influence favorable. Une certaine stabilité de prix, lorsque la demande augmente constamment, peut représenter un facteur encourageant l'accroissement futur de celle-ci.

L'influence qu'a pu avoir la constitution de nombreuses ententes industrielles sur la stabilité de la demande et de l'offre des produits, nous paraît plutôt considérable. Guidés par leur souci de maintenir les hauts prix, les Trust et les Cartels ont dû aussi avoir constamment soin de ne pas accroître outre mesure leur production. L'accroissement démesuré de celle-ci les aurait mis fatale-

ment dans l'obligation de baisser les prix, afin de pouvoir écouler ce surplus de production. Mais le désir qu'ils avaient de maintenir leurs prix, vu les puissants moyens financiers dont ils disposaient, avec tous les dangers qui pouvaient en résulter à certains moments, constitue par contre, un facteur dangereux d'instabilité.

Du point de vue de l'offre des produits, l'existence d'un surplus de capacité de production dans les industries des matières premières importantes, et parmi lesquelles justement on pouvait enregistrer le plus grand nombre de Trust et de Cartels, constituait, dans ces années, un facteur dangereux d'instabilité. L'existence d'un surplus de capacité de production dans les industries des matières premières, est essentiellement un héritage de la guerre, pendant laquelle de nombreuses entreprises produisant des matières premières avaient formidablement augmenté leur capacité de production. Ce danger était quelque peu tempéré, du fait que ces industries qui possédaient un excédent sensible de la capacité de production avaient pendant la période de reprise, adapté en conséquence leurs ventes et leur politique de rajeunissement de leurs installations, de façon que cette circonstance n'a pu affecter très grandement la stabilité de l'offre des matières premières.

Cependant, bien que ce surplus de capacité de production ait existé, on n'a pas eu à enregistrer pendant cette période l'existence de stocks considérables. Ce fait est susceptible de prouver que l'offre des produits s'ajustait assez bien à la demande, malgré des décalages momentanés qu'on a pu noter, ce qui permettait la continuation de l'essor industriel.

Tout le mérite de la politique qu'ont suivies les Banques Fédérales de Réserve n'a-t-il pu consister dans le fait d'avoir contribué à mieux ajuster l'offre à la demande des marchandises, au moment où il se produisait des décalages, au lieu de prétendre que c'est cette politique qui avait assuré le parallélisme de l'évolution de l'offre et de la demande.

Il semble en effet probable qu'en agissant sur l'offre du crédit, les Dirigeants des Banques Fédérales de Réserve aient pu espérer avec raison, étant donné la structure du crédit, exercer à de tels moments une influence stabilisatrice.

Nous avons fait allusion plus haut à l'élargissement progressif du volume total des crédits, comme conséquence des importations d'or. Ce total a été constamment en hausse. Par ailleurs, l'augmentation du volume de crédit n'a pas agi sur le niveau des prix, lequel est demeuré à peu près constant. Les adeptes de la théorie quantitative parmi lesquels nous croyons devoir ranger aussi les Dirigeants des Banques Fédérales de Réserve, estiment que le niveau général des prix dépend en premier lieu de la quantité de monnaie en circulation. Comment faut-il donc expliquer que les prix soient passés de l'indice 226 en 1920 à 154 en 1923, après avoir atteint le minimum avec les indices de 147 en 1921 et de 149 en 1922 alors que le total des prêts, escomptes et placements, qui était de \$ 42.595.000.000 au mois de Juin 1920, soit passé à \$ 44.088.000.000 au mois de Juin 1923. Ce total accru des prêts et placements signifiait qu'une reprise marquée des affaires était en cours, et il était tout naturel que les volumes des crédits soient supé-

rieurs à ceux indiqués, par exemple, par les chiffres de \$ 40.314.000.000 pour 1921 et de \$ 40.107.000.000 pour 1922.

La situation présentait cet aspect paradoxal où l'on voyait que l'augmentation de \$ 1.493.000.000 dans le volume des prêts et placements correspondait à une diminution de l'indice général des prix, de 72 points. Il nous semble possible d'expliquer ce fait par une diminution de la vitesse de la circulation de la monnaie tout d'abord, et par un ensemble d'autres facteurs dont les uns agissant négativement sur l'offre du crédit, tendaient à ajuster celui-ci au volume des affaires, et dont les autres découlaient d'un ensemble de circonstances économiques.

Pour ce qui est de la vitesse de la circulation de la monnaie, elle était notablement plus lente à cette époque que vers la fin du « boom » de 1928-1929. En effet, le montant du total des paiements par chèques, a passé de \$ 20 milliards par mois en 1923 à \$ 41 milliards en 1928 (1). Bien que ne perdant pas de vue que le paiement par chèque se fasse sur la base d'un dépôt existant et que le volume des dépôts n'a pas diminué, mais au contraire augmenté, Loveday (2) a établi que les dépôts à vue ont augmenté aux Etats-Unis depuis la crise de 1921 jusqu'en 1928, de 195,5 %. La seule explication plausible de ce fait nous paraît résider dans une diminution sensible de la vitesse de la circulation de la monnaie. Cela se trouve confirmé par le fait que ce

(1) Ces chiffres sont pris du cours de M. Rist, 1931-1932, page 80.

(2) Premier rapport provisoire, Délégation de l'or, page 109.

n'est qu'à partir de 1925, que le chiffre du total des « Dollars de transaction » a commencé à s'écarter considérablement de la proportion qui avait existé antérieurement entre ce total des « Dollars de transaction » et celui du total de la monnaie en circulation. C'est ce qui a justement constitué une des causes de l'insuccès des mesures par lesquelles les Banques Fédérales de Réserve avaient essayé d'agir pour freiner la spéculation et le trop d'ampleur que prenait le « boom » de constructions de 1929.

Les prêts, les escomptes et les placements des banques membres et non membres, se sont élevés de :

\$ 49.284.000.000 en 1925, à
\$ 52.048.000.000 en 1926, à
\$ 54.525.000.000 en 1927, et à
\$ 58.728.000.000 en 1929,

tandis que le montant total de la monnaie fiduciaire en circulation, était de :

\$ 4.420.000.000 en 1928, et de
\$ 4.378.000.000 en 1929.

Les crédits du Système de Réserve en circulation étaient de :

\$ 880.000.000 en 1924, contre
\$ 1.053.000.000 en 1925,
\$ 1.147.000.000 en 1926, et
\$ 1.011.000.000 en 1927 (1).

(1) Ces chiffres sont ceux des Documents sélectionnés soumis à la Délégation de l'Or.

**7°) Le bas niveau des prix et ses conséquences
pour l'augmentation de l'activité spéculative
et pour celle du bâtiment**

L'un de ces facteurs négatifs pour l'offre de la monnaie et qui a pu sembler empêcher ce volume considérable des dépôts d'agir sur le niveau des prix d'une manière plus forte qu'il n'a agi, a consisté dans le fait qu'une partie notable de ces dépôts a été utilisée à d'autres fins. Une fraction importante de ces crédits a servi à financer l'activité de construction d'immeubles. Cette activité fut même plus grande qu'elle ne l'avait jamais été antérieurement.

La fièvre de constructions à laquelle on assista pendant cette période, contrastait grandement avec le peu d'activité que l'on a pu enregistrer dans l'industrie du bâtiment pendant la guerre, au cours de laquelle la rareté des capitaux exerçait une influence déprimante sur cette industrie. Toutefois celle-ci fut la première à se reprendre de la crise de 1921, et son activité n'a cessé de croître qu'à l'approche du « boom » boursier où les capitaux qui, jusque-là, se dirigeaient vers l'industrie du bâtiment, trouvèrent à s'employer à la bourse, d'une façon plus rémunératrice.

C'est là un phénomène bien connu dans l'histoire économique, que vers la fin de la phase ascendante du cycle, le capital se détourne de l'industrie du bâtiment en faveur d'autres formes d'investissements. Dans ce stade final du cycle, les actions hypothécaires baissent du fait de la hausse démesurée des autres actions, ce qui rend très difficile l'obtention de nouveaux capi-

taux pour construire, à un taux d'intérêt rémunérateur (1).

De même l'accroissement de l'activité spéculative, à laquelle on a pu assister dès 1922, a exercé une influence similaire et a absorbé une bonne partie des dépôts bancaires accrus. La grande aisance monétaire qui a suivi les importations d'or, après 1921, provoqua une réduction générale du taux de l'intérêt. Ce taux, qui fut en 1922, de 4 1/2 % et qui se releva d'1/2 % pour atteindre 5 % en 1923, était retombé à 3 1/2 % en 1924 ; il n'a jamais dépassé les 5 %, pendant les années 1925, 1926 et 1927. Comme conséquence de ce faible taux d'intérêt qui permettait une marge de bénéfices sur les revenus courants des actions et obligations cotées à la bourse, on note un accroissement de l'activité spéculative qui est allé en augmentant d'année en année. Bien que la situation des affaires soit demeurée satisfaisante pendant toute cette période et que celles-ci n'ont jamais manqué de capitaux, l'offre des capitaux était celle que le surplus a dû se déverser dans la spéculation, laquelle se fit de plus en plus sentir à mesure qu'augmentait la confiance en une longue période de prospérité. Les cours des actions qui avaient suivi une marche ascendante pendant la période depuis 1921, avaient considérablement contribué à augmenter la clientèle de la bourse et avaient permis des bénéfices très élevés. En comparaison de ces bénéfices, les frais d'intérêt, même lorsqu'ils haussèrent par la suite, semblaient négligeables et n'étaient pas de nature à réfréner la spéculation.

Roberts note dans son rapport soumis à la Délégation

(1) Cours et Phases de la Dépression Economique Mondiale, pages 146 et suivantes.

tion de l'Or que : « les emprunteurs s'inquiétaient fort
« peu des offres de crédit et le taux de l'intérêt les lais-
« sait indifférents ; ce taux élevé attirait les capitaux
« en provenance de régions de plus en plus vastes » (1).

Les influences contradictoires qu'ont pu exercer les proportions d'encaisse que conservèrent pendant cette période les banques commerciales par rapport au total de leurs dépôts, ne sont pas très claires. D'une façon générale la proportion de l'encaisse des banques commerciales, dans cette période, s'est abaissée. La situation de ces banques a été profondément affectée par ce changement du rapport du total de leurs ressources en capitaux et du total de leurs engagements. Cette tendance à la diminution dans la proportion de l'encaisse des banques commerciales aux Etats-Unis, se présente de la façon suivante :

	I	II
1913 :	20,8	16,3
1925 :		9,1
1929 :	15,1	8,8

Les chiffres de la colonne I représentent le pourcentage de l'encaisse des banques représenté par les numéraires, les billets et les avoirs à la banque centrale, par rapport aux engagements à courts termes : dépôts à vue, billets et chèques en circulation. Les chiffres de la colonne II représentent le pourcentage de ce rapport au total des dépôts, billets et chèques (2).

Ce qui a permis aux banques de réduire la proportion

(1) Rapport de Roberts, Documents Sélectionnés sur la distribution de l'or, page 52.

(2) Mémoire sur les Banques Commerciales, 1913-1929.

de leurs encaisses, par rapport au total de leurs engagements, c'est tout d'abord l'usage généralisé du chèque, dont le règlement définitif s'opère par compensation dans les chambres de compensation. Ceci diminuait le besoin de la monnaie liquide pour les règlements. Ensuite, ce fut la transformation d'une grande partie des dépôts à vue en dépôts à terme, laquelle a pu exercer une influence similaire en permettant plus de liberté aux banques, du fait que les retraits d'espèces étaient moins fréquents. Par ailleurs, les prêts que les banques consentaient pendant cette période, n'étaient pas du même caractère que la plus grande partie des avances que les banques consentaient avant-guerre. La différence consistait surtout dans une moindre liquidité des avances d'après-guerre. Ce manque de liquidité résultait principalement de la façon plus directe dont les banques avaient engagé leurs avoir dans les industries, et aussi de ce que les banques de dépôts, par la nature des opérations qu'elles faisaient s'étaient rapprochées des banques industrielles.

Le rapport à la Société des Nations voit dans ce défaut de liquidité l'une des causes de la situation pleine de dangers dans laquelle se trouvaient de nombreuses banques commerciales américaines à l'approche de la crise.

Bien que l'augmentation des dépôts ait été très rapide aux Etats-Unis dans la dernière période décennale, et malgré ce fait, et surtout à cause d'une généralisation et d'une extension dans l'emploi du chèque, la proportion de l'encaisse qu'auraient dû conserver les banques, a pu subir une réduction extrêmement sensible. Cette situation était pleine de dangers pour les ban-

ques, et comme l'expérience récente vient de le prouver, elles n'ont pu résister à la dépression et à la crise de crédit.

L'augmentation du total des dépôts, compte tenu de l'indice des prix, a été extrêmement importante entre 1925 et 1927, tandis que, par contre, le rythme de cette augmentation s'est considérablement ralenti entre 1927 et 1929. Sur la base de l'indice des prix de 1925 = 100, cette progression se présente de la façon suivante : en 1925, le total des dépôts se chiffrait à 107 (en chiffre absolu, les dépôts étaient \$ 46.715.000.000) ; depuis cette année, jusqu'en 1927, nous le voyons augmenter de 13 % et passer à 120 (\$ 51.062.000.000), en 1928 il est de 121 (\$ 53.245.000.000) et dans l'année qui suit il n'augmente que de 1 % et il est à 122 en 1929 (\$ 53.138.000.000).

Le pourcentage qui représente les dépôts d'épargne par rapport au total des dépôts, s'accroissait aussi considérablement, mais l'augmentation de ce pourcentage n'a pas égalé l'augmentation de l'indice de l'accroissement du total des dépôts. Les chiffres dont nous disposons prouvent qu'entre 1921 et 1926, l'accroissement du pourcentage des dépôts d'épargne par rapport au total des dépôts n'a été que de 4 %. En effet, il passe de 48 % du total des dépôts à 52 % en 1926. Leur progression, par contre, est très lente ; ils restent à 48 % en 1922 et ne passent qu'à 49 % en 1923, 51 % en 1924 ; ils demeurent à 51 % en 1925 ; dans l'année qui suit ils n'augmentent que d'1 % et passent à 52 % (1).

Le frein qu'aurait constitué l'augmentation des dépôts

(1) Burgess : Les Banques Fédérales de Réserve, le marché monétaire, de New-York, page 53.

d'épargne et des dépôts à terme en général, à l'expansion des dépôts, n'a pas été, comme nous le voyons, considérable, et l'accroissement du total des dépôts ne peut représenter qu'une expansion de crédit.

Le mémorandum sur les banques commerciales, 1913-1929, exprime l'avis que cet accroissement du total des dépôts, ne représente pas une augmentation de la somme des pouvoirs d'achat. Il aurait principalement porté sur les dépôts à long terme, et il ajoute que : « le fait que
« le montant total des crédits ouverts s'est accru, ne
« signifie pas que le pouvoir d'achat effectivement uti-
« lisé, se croit accru proportionnellement ; l'augmenta-
« tion des crédits ouverts, n'a donc pas empêché les
« prix de baisser ; les dépôts à vue se sont resserrés ».

Ce mouvement général des « glissements » (1) les dépôts à court terme vers les dépôts à long terme, pourrait être expliqué par le fait que « le public s'est mon-
« tré moins disposé à placer son argent directement
« dans les entreprises industrielles en achetant des ac-
« tions, qu'à le leur prêter, en échange d'obligations, et
« a aussi préféré conserver une proportion plus forte
« de ses fonds, sous forme liquide » (2).

Pendant la période en question, l'extension des affaires s'est faite en effet, plutôt grâce à des avances des banques que par des augmentations de capital. Les émissions d'actions et d'obligations industrielles, notamment celles d'anciennes industries, ont été placées au cours de ces dix dernières années avec moins de facilité qu'au-

(1) Situation économique mondiale, 1931/1932.

(2) Mémorandum sur les Banques Commerciales 1913/1929, page 50.

trefois et de ce fait, l'industrie dépendait d'autant plus des crédits bancaires.

Pendant cette même période, aux Etats-Unis, on a pu noter une très grande fréquence des émissions de valeurs des Sociétés de placements et entreprises de soie artificielle, de gramophones, d'automobiles, de cinématographes, etc..., lesquels contrastent, d'une manière remarquable, avec l'absence relative d'émissions pour le compte des chemins de fer et d'entreprises foncières.

Le fait que les capitaux se détournaient des marchés à long terme, s'explique par l'imprudente émission des titres de nombreuses entreprises malsaines, surtout après 1927, lorsque les Investments Trust prirent une si grande ampleur, ainsi que par l'élévation du niveau de la consommation. Une autre partie notable du crédit fut utilisée, en outre, à financer les relèvements importants des salaires que nous avons notés plus haut.

L'examen de l'influence qu'ont pu exercer ces diverses circonstances, porterait à conclure que toutes ces transformations qu'ont subies la politique et les habitudes des banques commerciales, malgré une faible augmentation de la proportion des dépôts d'épargne, ont grandement favorisé l'expansion des crédits.

Il nous paraît possible de conclure que, malgré les facteurs qui exerçaient une influence négative sur l'offre du crédit, celle-ci dépassait de beaucoup la demande. Les surplus de crédit se déversèrent en partie dans la consommation, en la stimulant grandement, ce qui, à son tour, favorisa l'essor de la production. Même, il paraissait à un certain moment, que le volume de la con-

sommutation, constamment en hausse, était capable de conditionner une augmentation ininterrompue et parallèle de la production.

Nous avons fait allusion plus haut (1) à ce qu'étaient ces facteurs négatifs qui avaient agi sur l'offre du crédit et aux effets qu'ils avaient produit. Une conclusion s'impose : ce que nous avons appelé plus haut les facteurs négatifs n'ont pas constitué en eux-mêmes la cause d'une moindre offre de crédit, et n'ont nullement servi à équilibrer l'offre à la demande, mais au contraire, ils résultaient d'une demande de crédit pour beaucoup inférieure à l'offre et ont servi d'heureux exutoire pour les capitaux trop abondants.

8°) L'existence d'une certaine « situation initiale » malsaine, la vraie cause de la crise et de l'ampleur que celle-ci a prise.

Au cours de cette première période, toute l'allure de l'évolution dépendait d'une certaine situation initiale sur la base de laquelle s'est poursuivi le développement pendant cette période, et qui était surtout influencée par des facteurs non monétaires, ce qui représente une différence de plus avec la seconde phase de la période d'après-guerre, où par contre, l'évolution de la situation économique était plutôt influencée par des facteurs monétaires. Ce que nous appelons la situation initiale, c'est la situation économique qui résultait de l'énorme développement qu'avait atteint l'industrie américaine pendant la guerre et de la nécessité où l'on était de pourvoir à la continuation de ces progrès industriels.

Nous venons de passer brièvement en revue toutes les

(1) Voir page 216.

circonstances qui aidèrent au maintien de l'équilibre pendant cette période, et qui permirent, à travers une série d'ajustements qui se sont faits très facilement, la continuation de l'essor. Il serait osé de prétendre que, même au cours de cette première phase de la période d'après-guerre, l'évolution économique ait dépendu uniquement de facteurs non monétaires.

Le rôle qu'a pu jouer le facteur monétaire pendant cette première période d'essor d'après-guerre, s'est réduit à la question de savoir comment le chiffre global des moyens de paiement s'est développé et s'est adapté à la production. Ce total des moyens de paiement ne s'est jamais adapté exactement au volume de la production, et nous en cherchons une preuve dans le niveau des prix. S'il existe une concordance entre le volume des moyens de paiement et le volume de la production, c'est le niveau des prix qui est la meilleure mesure et la meilleure illustration de cette concordance. Cependant tous les faits observés vont à l'encontre de l'existence d'un ajustement de cette nature. En effet, le total des moyens de paiement s'était accru après la crise de 1921 de même que la production, tandis que le niveau des prix d'avant la crise de 1921 n'a jamais été égalé, bien que ce niveau des prix ait résulté d'un volume de moyens de paiement inférieur à celui qu'on a enregistré par la suite. Qu'on ait pu constater l'existence d'un équilibre, cela ne nous paraît explicable qu'à la lumière des circonstances que nous avons essayé d'analyser.

Dans un article qu'il a fait paraître dans la *Revue d'Economie Politique*, Mlynarski se préoccupe de la question, et la conclusion qu'il a donné à son exposé est

catégorique : l'abondance des moyens de paiement aurait devancé la production des biens, malgré les divers exutoires, cette trop grande abondance de crédit aurait stimulé à son tour la production, et il en est résulté qu'à la fin, la quantité des produits s'est trouvée telle qu'elle a dépassé de beaucoup la faculté d'absorption. La cause de la crise actuelle serait une inflation de crédit. Mlynarski ajoute que « la production des moyens de paiement a devancé la production des biens. Le surcroît de crédit a stimulé artificiellement la production, l'offre des marchandises a augmenté plus rapidement que la faculté d'absorption ; l'inflation ne peut cependant se développer à l'infini, tôt ou tard, il vient un moment où les mesures restrictives de crédit deviennent absolument nécessaires. Survient la déflation, et sous ses coups l'offre des stocks à liquider fait fléchir les prix, leur baisse s'accélère d'elle-même à une allure de plus en plus rapide dans sa marche destructrice » (1).

Dans ces conditions, il est important de rechercher les causes de la non concordance du niveau général des prix avec ce volume formidable de crédits bancaires.

Nous avons fait allusion plus haut à divers facteurs qui ont détourné cette masse de crédit d'un emploi plus direct dans la production et l'ont aiguillé vers d'autres emplois (2). Il paraît vraisemblable que le volume fortement accru de la consommation d'abord, le relèvement des taux de salaires ensuite, et le « boom » du bâtiment en dernier lieu, ont absorbé une très grande partie de ces capitaux.

(1) Article de Mlynarski : Les questions monétaires de l'heure présente, 1932, page 35.

(2) Voir page 216.

Nous venons de passer brièvement en revue les différents aspects de la situation américaine et à l'époque où son évolution cesse d'être régulière, et où apparaissent de nombreux signes d'une profonde instabilité. Cette évolution n'a été, à aucun moment, ni parfaitement équilibrée ni tout à fait stable, mais cette instabilité dans l'évolution économique, qu'on a d'ailleurs notée au cours de tous les cycles précédents, ne peut être considérée en elle-même comme la raison pour laquelle la crise a atteint un degré de gravité qui n'avait jamais été égalé dans les crises d'avant-guerre.

Il est nécessaire de rechercher si, vers cette époque ne commençait pas à apparaître un autre facteur d'instabilité foncière, dont les effets ont pu être masqués au cours de la première période du cycle d'affaires actuelles, et dont les conséquences, à la suite de la disparition d'un complexe de circonstances favorables, se seraient fait sentir davantage qu'au cours de la première période. Cette instabilité qui apparaissait de plus en plus menaçante au fur et à mesure qu'on approchait de l'année 1929, avait sa cause première dans la trop grande ampleur qu'avait prise la production américaine pendant la guerre. Ce sont, en effet, les circonstances de la guerre qui avaient imprimé au développement industriel aux Etats-Unis une direction et une ampleur telles que toute l'évolution ultérieure de la production et de la consommation s'en sont ressenties. Ce fait est également constaté par le rapport de la Délégation de l'Or, lequel note que « les déséquilibres qui sont les causes premières « d'une période de dépression, naissent pendant la période de hausse de prix et d'activité commerciale qui

« la précède, et c'est pendant que les prix montent qu'il
« faut mettre les entraves nécessaires » (1).

La guerre et l'inflation avaient facilité, aux Etats-Unis, un tel essor industriel et avaient permis de tels niveaux de prix, que dans les conditions de l'après-guerre et surtout à mesure qu'elles devenaient de plus en plus normales, l'industrie américaine avait plus de peine à s'adapter aux nouvelles conditions. C'est surtout après 1925, lorsque les pays industriels de l'Europe retrouvèrent le niveau de leur production d'avant-guerre que de grandes difficultés se sont fait sentir.

A la suite du retour de nombreux pays à l'étalon-or, le commerce international prit un grand développement. Le commerce d'exportations américaines en aurait souffert plus qu'il n'en a souffert, s'il n'avait pas existé un courant continu d'exportations de capitaux qui l'a soutenu.

De même que l'indice des prix qui avait atteint son maximum en Mai 1920 où il était de 247, ne fit que baisser depuis cette date, et même après la crise de 1920-1921, il n'a jamais plus atteint son taux d'avant la crise. il en est ainsi pour les exportations américaines qui, en 1920, se chiffraient à \$ 8.525.000.000 contre \$ 5.778.000.000 d'importations dans la même année, lesquelles ne retrouvèrent jamais cette ampleur au cours du cycle d'affaires qui nous intéresse.

D'autre part, la production des marchandises, aux Etats-Unis après la crise de 1921-1922, n'a fait qu'augmenter, et sans doute la crise aurait éclaté plus tôt s'il

(1) Rapport de la Délégation de l'Or, paragraphe 137, page 41.

n'y avait pas eu ce concours de circonstances exceptionnellement favorables, que nous avons essayé d'analyser plus haut.

II

L'évolution du cycle économique entre 1925 et 1929.

9°) Les principales caractéristiques de cette période aux États-Unis

La seconde période de l'évolution économique américaine, depuis l'année 1925 jusqu'en 1929, est caractérisée par un certain nombre de faits. Dans l'ordre chronologique, c'est d'abord l'augmentation continue de l'activité spéculative qui se poursuit en 1925-1926, comme d'ailleurs elle n'a cessé de se développer par la suite jusqu'en 1929. Ce sont ensuite, les interventions très importantes des Banques Fédérales de Réserve en 1927 et en 1928, l'année dans laquelle elles essayèrent de s'opposer aux accroissements de la spéculation, en augmentant leur taux d'escompte. En dernier lieu, c'est l'afflux considérable des capitaux étrangers à court terme sur le marché des valeurs de New-York avec les conséquences importantes qu'entraînaient ces faits, lesquels devinrent, par la suite, la cause des effets secondaires.

L'activité spéculative était surtout favorisée par les bas taux de l'intérêt que permettait la grande aisance monétaire, et du fait que, par ailleurs, la production était abondamment pourvue de capitaux. Comme d'autre part les capitaux doivent s'employer, ils trouvèrent un emploi assez rémunérateur dans la spéculation à la hausse des valeurs, laquelle permettait des plus values importantes. Le taux de l'intérêt sur le marché de l'argent, qui s'était maintenu à 5 % pendant toutes les an-

nées 1925-1926-1927, haussa considérablement à la suite de l'augmentation du taux d'escompte des Banques Fédérales de Réserve, et les taux de 7 et 8 % devinrent habituels sous l'influence des offres et des demandes quotidiennes.

La somme des avances aux courtiers en bourse était en constante augmentation : depuis l'année 1926, où ce total des avances aux courtiers était à \$ 3.219.000.000, il passe en 1927 à \$ 3.915.000.000. Les bonds les plus considérables qu'a enregistré la somme des avances aux courtiers, est celui de 1927 à 1928, où le total des avances passe de \$ 3.915.000.000 en 1927 à \$ 5.514.000.000 en 1928, et celui de l'année 1928-1929 dans laquelle ce total augmente de \$ 5.514.000.000 à \$ 8.549.000.000.

Cependant, au cours de ces premières années, les capitaux qui s'emploient à la bourse proviennent pour la plus grande part de la masse des dépôts bancaires, lesquels ne trouvent pas à s'employer à un taux rémunérateur dans l'industrie. La spéculation croissante n'empêche pas, pendant les années 1925 et 1926, la situation des affaires de demeurer favorable, bien que l'indice des prix soit en constante baisse.

La baisse des prix se poursuit depuis l'année 1925, date à laquelle les prix ont atteint leur maximum depuis la crise de 1921. L'indice des prix, qui était de 150 en 1925, passe à 151 en 1926 et tombe à 136 en 1927 ; le chiffre de 136 pour l'année 1927, représente le minimum de la moyenne des prix au cours de la dernière période décennale. Donc, bien que la situation générale des affaires soit encore satisfaisante, la baisse des prix s'accroît.

Le fait essentiel de cette période aux Etats-Unis, réside

dans la divergence qui augmente entre les prix des produits qui sont en baisse et l'indice des valeurs qui haussent. De 1925 à 1927, l'indice des prix baisse de 23 points, tandis que l'indice de la valeur des actions cotées à la Bourse de New-York, hausse de 72 points. Cette baisse des prix est en disproportion absolue avec l'augmentation du total des « Dollars de transaction » à laquelle on assiste pendant ces années. En effet, les prêts, les escomptes et les placements des banques membres et non membres se sont accrus de \$ 49.284.000.000 en Juin 1925, à \$ 52.048.000.000 en Juin 1926 et à \$ 54.525.000.000 en Juin 1927, tandis que l'augmentation de l'indice des valeurs de bourse, se poursuit parallèlement à l'accroissement du total des moyens de paiement, l'indice des prix suit un mouvement contraire.

La baisse des prix à laquelle on a assisté pendant ces années et qui s'est poursuivie malgré l'augmentation du volume total des affaires, nécessitait un emploi de moindre quantité de monnaie et força ainsi le surplus de se déverser dans la spéculation.

Cette hypothèse est corroborée par le parallélisme qui existe entre l'accroissement du total des moyens de paiement, du total des avances aux courtiers et de l'indice des valeurs à la Bourse de New-York. Cette baisse de prix qui s'est produite en 1927, et qui fut même plus accentuée que celle de 1929, n'a pas provoqué de perturbations très graves.

A propos de ce fait curieux, on pourrait se demander quelles étaient les causes qui ont empêché la crise d'éclater à la fin de 1926 ?

A la lumière des enseignements qu'on peut retirer de ce qui s'est passé en 1929, il est vraisemblable qu'à cette époque, les possibilités de consommation du public n'ont pas encore été atteintes, et que la spéculation boursière croissante permettait alors encore des gains importants qui facilitèrent une prompte reprise. Les Autorités des Banques Fédérales de Réserve s'employaient alors activement à stimuler la participation du public à l'accroissement de la spéculation. Les mesures qui, à cette époque ont été édictées pour réglementer les opérations à la Bourse, se ressentent grandement de ce désir : moyennant le dépôt d'une faible caution, les spéculateurs conservaient la plus grande liberté d'opérations.

10°) L'action des Banques Fédérales de Réserve en 1927 et ses conséquences pour la prolongation de la prospérité.

Pour faciliter la reprise, en 1927, les Banques Fédérales de Réserve, inaugurèrent leur fameuse politique de « crédit à bon marché ». Elles achetèrent pour \$ 370.000.000 de valeurs d'état en Août 1927, et réduisirent leur taux d'escompte de 4 %, chiffre auquel l'escompte s'était arrêté depuis le 13 Août 1926, à 3 1/2 %.

La circulation des certificats or se resserra pour \$ 50.000.000 et passa de \$ 1.057.000.000 en 1926, à \$ 1.007.000.000 en 1927. Parallèlement, la somme des dépôts enregistra un bond considérable. Depuis le mois de Décembre 1926 jusqu'au mois correspondant de l'année suivante, le total des dépôts des banques membres du Système de la Réserve, augmenta de \$ 2.141.000.000. Dans la même année, depuis la fin du mois de Juin 1926 à la fin du mois de Juin 1927, le total des dépôts dans

l'ensemble des banques des Etats-Unis, s'accrut de \$ 2.235.000.000. Ces chiffres permettent de conclure facilement que, bien qu'il ne s'agisse pas de dates concordant exactement, l'augmentation des dépôts du Système de Réserve, par rapport à l'augmentation du total des dépôts, a été extrêmement importante. Pour le total des dépôts octroyés par l'ensemble des Banques des Etats-Unis, bien qu'on ne possède pas de chiffres calculés à la fin de chaque année, il nous paraît vraisemblable qu'il se soit agi d'une augmentation d'à peu près 20 %, c'est-à-dire que le total des dépôts ait augmenté de 124 1/2 % à la fin de 1926 à 145 % à la fin de l'année suivante (1924 = 100). Calculé pour la fin de l'année, le total des dépôts de toutes les banques des Etats-Unis, s'est accru d'environ 20 1/2 %, tandis que la somme totale des dépôts qu'ont octroyées les Banques Fédérales de Réserve dans cette même année, représente un pourcentage d'augmentation, d'environ 6,20 %.

Une grande partie de ces crédits nouvellement octroyés, ainsi que nous venons de le voir, au lieu d'aller s'employer dans la production, se déversèrent, au contraire, dans la spéculation et facilitèrent ainsi la reprise, avant même que de graves perturbations se soient produites. Les premiers effets de cette nouvelle politique furent des plus favorables : non seulement ils empêchèrent la baisse des prix de se poursuivre, mais ils réussirent aussi à faciliter la reprise.

L'indice des prix qui, au mois de Juin 1927 était à 136, passe à 140 l'année suivante. Ce résultat était d'autant plus remarquable qu'il y avait de nombreux signes d'une tendance vers la surproduction, laquelle était sans doute à l'origine de la baisse des prix de l'année 1927.

Cette nouvelle orientation de la politique des Banques Fédérales de Réserve, aurait ainsi pallié à l'influence que commençait à exercer cette tendance à la surproduction. Le rapport à la Société des Nations, paraît admettre que sans la nouvelle expansion de crédit, la baisse se serait poursuivie, et que, par voie de conséquence, nous aurions eu le début de la crise actuelle deux années plus tôt. Ce rapport note que « de nombreux facteurs exerçaient en effet leur action dans le sens d'une baisse de prix des marchandises, mais il est probable que l'expansion de crédit a, en fait, exercé aux Etats-Unis, une certaine influence dans le sens de la hausse sur le niveau des prix, car celui-ci, en l'absence d'une telle expansion, aurait peut-être accusé une baisse plus profonde que celle qu'on a enregistrée en réalité » (1).

Ce n'étaient pas seulement les prix qui étaient en baisse, mais c'était aussi le commerce dont l'allure avait accusé un ralentissement. Celui-ci paraissait d'autant plus considérable que les années 1925 et 1926, avaient été des années d'activité commerciale intense.

Au moment où la marche des affaires avait subi un ralentissement important et où il fallait prendre des décisions graves, les Dirigeants des Banques Fédérales de Réserve avaient à chercher une solution parmi des circonstances contradictoires. D'une part, dans l'obligation où ils se trouvaient de venir en aide aux affaires, ils devaient abaisser leur taux d'escompte, tandis que d'autre part, cette diminution du taux d'escompte ne

(1) Situation économique mondiale en 1931/1932, page 56.

pouvait que provoquer un accroissement d'activité spéculative. Ils se décidèrent pour un taux d'escompte intermédiaire de 3 1/2 %, lequel par la suite, s'est avéré comme favorisant d'une manière excessive le marché des valeurs.

D'après les chiffres fournis par la Bourse de New-York, le total des avances faites aux courtiers, s'élevait au 1^{er} Janvier 1927, à \$ 3.292.000.000 et passa à \$ 4.432 millions au 1^{er} Janvier 1928, soit une augmentation, en une année, de : \$ 1.140.000.000. Les buts que les Dirigeants des Banques Fédérales de Réserve s'étaient assignés avaient été rapidement atteints. Les gains réalisés à la bourse redonnèrent de la vigueur à la consommation, et de ce fait, les prix purent enregistrer une légère hausse.

Cette nouvelle expansion de crédit s'est surtout répercutée sur le marché des valeurs. Elle accentua encore davantage l'offre « du crédit à bon marché » disponible pour des placements, et eut pour premier effet, de relever les prix des valeurs existantes. En effet, l'indice de 90 valeurs représentatives sur le marché de New-York est en constante augmentation :

	Indice de la valeur (1926 = 100)	Pourcentage de l'augmentation des valeurs	Rendement moyen annuel en pourcentage
1926	106,2		4,84 %
1927	131,8	24,1	4,51 %
1928	167,5	27,1	3,79 %
1929	246,3	47,0	2,94 %

Nous avons déjà vu plus haut que le total des avances aux courtiers avait passé de \$ 3.915.000.000 en 1927 à

\$ 5.514.000.000 en 1928. Cependant, le total des émissions n'augmenta que d'environ \$ 500.000.000. En effet, le total des émissions (1) de Sociétés (capital nouveau et conversions), passa de \$ 7.319.000.000 en 1927, à \$ 7.818 millions en 1928. Cette faible augmentation des émissions, ne présageait pas suffisamment de toute l'ampleur qu'allait prendre la spéculation, à peine une année après.

A ce moment, les courtiers en bourse, par les avances qu'ils réussissaient à obtenir, auraient joué un rôle extrêmement bienfaisant : ce sont eux qui auraient facilité le processus par lequel le capital qui arrivait sur le marché des valeurs, était transféré à la consommation (1). L'accroissement de l'activité spéculative qui résulta de l'expansion de crédit en 1927 a aussi exercé une grande influence sur la vitesse de la circulation des dépôts, laquelle s'accrut considérablement. La preuve en est l'énorme augmentation du volume total des « Dollars de transaction », lesquels ne sont que des dépôts à vue, et qui s'est produite sans aucune augmentation des comptes des banques affiliées auprès des Banques Fédérales de Réserve.

Dans les périodes de grande activité spéculative, l'augmentation considérable de la vitesse de la circulation constitue ainsi un facteur invisible de l'expansion du crédit. Le rapport à la Société des Nations (2) note, à la page 57, que cet énorme accroissement du total des « Dollars de transaction » a pu se faire malgré les dispositions législatives qui fixent le pourcentage de cou-

(1) Situation économique mondiale en 1931/1932.

(2) Situation Economique Mondiale en 1931-1932.

verture pour les dépôts à vue « les dispositions législatives qui sont fondées sur le principe que les dépôts à vue doivent être couverts jusqu'à concurrence d'un certain pourcentage, ont été rendues inopérantes dans une large mesure, à la fois par des virements entre les dépôts à terme et les dépôts à vue, et par le fait que dans la période de spéculation, la vitesse de la circulation des dépôts à vue se trouve considérablement accrue » (1).

Avec l'année 1927, nous entrons dans une période de « boom » de spéculation sans précédent. Les principales caractéristiques de cette période de « boom » furent, outre l'accroissement de l'activité spéculative, une grande augmentation des placements, dont une grande partie était consacrée aux placements dans la production directe des marchandises.

**11°) L'influence de la nouvelle orientation de la politique
des Banques Fédérales de Réserve
sur la production**

La voie par laquelle cet accroissement très important du crédit bancaire a exercé des répercussions sur la production, est classique. Pendant la dernière grande période spéculative 1927/1929 comme au cours des diverses périodes de « boom » antérieures, l'expansion du crédit poussait à l'immobilisation de très importants capitaux dans l'industrie. Ces capitaux avaient été, en majeure partie, placés dans des industries ayant nettement le caractère d'industrie de production et fabri-

(1) Situation économique mondiale en 1931/1932.

quant des biens de capital plutôt que des marchandises destinées à la consommation immédiate. L'indice que donne le Federal Reserve Board, corrobore grandement cette constatation. Il permet de mesurer l'augmentation très marquée des capitaux fixes, laquelle contraste avec un accroissement beaucoup plus modeste de la production des biens de consommation. Cette circonstance constitue un facteur inflationniste particulier pour les prix de ces groupes déterminés de marchandises, et il exerça par la suite ses effets dans la direction à faire hausser les prix de ce groupe particulier de marchandises, bien que le niveau moyen des prix de gros restât faible.

Ce fait était dû surtout à ce que les nouveaux capitaux allèrent s'employer dans la production des matières premières plutôt que dans celle des objets manufacturés. L'une des preuves en est fournie par les indices généraux de la production industrielle qui n'ont augmenté que très lentement, tandis que ceux de la production des matières premières, progressaient beaucoup plus rapidement.

Sur la base de 1925 = 100, les indices de la production industrielle, ont enregistré les progrès suivants :

1926 : 104

1927 : 102

1928 : 107

1929 : 114

Les progrès beaucoup plus marqués des indices de la

production des matières premières se présentent de la façon suivante :

	1925 = 100	
	Matières premières non agricoles :	Toutes les matières premières :
1929 :	119	114

Les effets de l'expansion de crédit en 1927, ont surtout été importants pour certaines productions industrielles : ce sont notamment les indices de certaines industries nouvelles, qui ont progressé le plus rapidement après 1927.

Nous avons fait allusion plus haut au fait que les investissements nouveaux sont allés surtout avec les industries qui produisent l'outillage, aux industries produisant certains articles nouveaux. Mais ces nouvelles industries ne sont pas de celles qui produisent des biens de consommation immédiate ; au contraire, ce sont celles qui produisaient des biens de caractère durable, comme par exemple les automobiles, les appareils de T. S. F., les appareils frigorifiques. C'est la production de ces articles, qui, avec la production de certaines matières premières et de certains biens d'outillage, ont enregistré les progrès les plus considérables, à la suite de la nouvelle expansion de crédit.

De cette façon, c'était un « boom » d'investissement qui s'était produit, comme première conséquence de la nouvelle expansion de crédit, et le « boom » de consommation n'est venu que plus tard, comme suite à l'augmentation de la spéculation, laquelle permettait encore des plus-values assez importantes. Les voies par lesquelles ce « boom » d'investissement a été réalisé, sont illustrées par les chiffres suivants de l'augmentation de la production industrielle :

1927 = 100

	Toutes les indus- tries :	Fer et Acier :	Autos	Tex- tiles :	Cuirs et Chaus- sures	Denrées Alimen- taires :
1927						
Décembre : 100	100	100	100	100	100	100
1928						
Juin : 111	121	153	103	104	97	
1928						
Décembre : 117	131	197	106	97	109	
1929						
Juin : 129	165	219	116	108	100 (1)	

Cette hausse relative et momentanée des prix des matières premières, contrastait grandement avec ce qu'on avait pu enregistrer pour les années passées. En effet, pendant toute la période qui va de 1922 à 1928, les prix des matières premières ont été de beaucoup inférieurs à ceux des articles manufacturés. Un fait qui fait encore plus ressortir la différence qui existait entre les prix des matières premières et des produits finis, c'était que les progrès techniques les plus considérables, avaient été réalisés dans les industries « nouvelles », et il est fort probable que du fait de ces progrès techniques réalisés, il avait existé une tendance à faire fléchir les prix des produits de ces « nouvelles » industries.

Le rapport à la Société des Nations — *Les Cours et les Phases de la Dépression Economique Mondiale* — a établi un tableau d'après les indices publiés par le « National Bureau of Economic Research », basé sur l'année 1913, et d'après lequel il ressort qu'entre 1922 et 1928, aux Etats-Unis d'Amérique, les prix des produits finis expri-

(1) Situation économique mondiale en 1931/1932.

més en pourcentage des indices des prix des matières premières, se présentent de la façon suivante : dans l'année 1922, cet indice était de 121, il s'est lentement abaissé jusqu'en 1928, date à laquelle il n'était que de 110.

Nous avons déjà fait allusion plus haut à ce que, du fait qu'une grande partie des crédits nouveaux était allée s'employer dans les industries qui produisent l'outillage et les matières premières, les prix des produits de ces industries avaient subitement enregistré une tendance vers la hausse, tandis que, par contre, les prix des articles manufacturés n'avaient pas haussé dans les années 1928 et 1929. Le même ouvrage note plus loin que l'indice des produits finis avait baissé aux Etats-Unis de 101 en Septembre 1928, à 98 en Juillet 1929 (1).

La seule explication plausible que l'on puisse admettre de ce fait, nous semble être qu'il s'était surtout agi d'une erreur d'estimation de la part de beaucoup d'industriels et commerçants américains, lesquels, persuadés que la prospérité allait continuer, n'avaient pas hésité à passer d'importantes commandes d'outillage. Les progrès continus de la spéculation ne faisaient pas présager que l'on touchait presque le fond de la capacité de consommation du public. On croyait toujours que la bourse allait encore faire accroître les revenus, du fait que le nombre des personnes qui spéculaient à la bourse, était évalué alors à 18 millions (2) et que le nombre des valeurs négociées était passé de 576.563.000 en 1927 à

(1) Page 139.

(2) Chiffre cité par Vernier dans « Les crises boursières et leurs répercussions économiques ».

919.662.000 titres négociés en 1928, et que les profits d'entreprises étaient encore en hausse.

D'après les chiffres établis par la « National City Bank of New-York », le bénéfice net global réalisé par six cents sociétés américaines, a été supérieur de 22 % en 1928 et de 39 % en 1929, à celui de 1927. Mais, ce que ces industriels et ces commerçants perdaient surtout de vue c'est que, par suite des excès auxquels la spéculation s'était livrée, les rendements des actions s'étaient considérablement abaissés. D'après les calculs de la « Standard Statistics Company », le rendement moyen des actions industrielles est demeuré inférieur à 3 %, jusqu'au mois de Septembre 1929 (1).

C'est au mois de Mai 1928, que les prix des matières premières et des produits agricoles, de même que ceux des produits finis, quelques mois plus tard, avaient atteint leur point culminant, mais il apparaît maintenant évident que l'on touchait le point de saturation de capacité de consommation du public, et les prix commencèrent à fléchir, dès le mois de Septembre 1928.

Pour l'établissement des causes immédiates de l'éclatement de la crise, le fait que les prix ont commencé à baisser une année avant la débâcle à la Bourse de New-York, est très caractéristique. Il paraît maintenant vraisemblable que dès cette époque, la production avait définitivement dépassé la consommation. On peut en trouver une autre preuve dans le fait que, dès l'Automne 1928, la production avait commencé à subir une contraction dans les industries de consommation. Par contre, il est vrai que les industries de production n'ont

(1) Chiffres et source, cités par « Les Cours et les Phases de la Dépression Economique Mondiale ».

pas immédiatement suivi ce mouvement ; à la suite des importantes commandes qu'on leur avait passé, quelques branches essentielles de la production, comme l'industrie du fer, ont pu poursuivre leur expansion jusqu'au milieu de 1929.

Etablis sur la base de 1928 = 100, les indices de la production des quatre industries représentatives, constituées par le « Federal Reserve Board », avaient encore progressé : en 1929, pour le fer et l'acier à 109, pour les automobiles à 123, pour les textiles à 107, tandis que l'indice des denrées alimentaires était en baisse, et se trouvait à 99 (1).

12°) Le revirement dans la politique des Banques Fédérales de Réserve et ses effets.

Les Dirigeants des Banques Fédérales de Réserve surveillaient, d'une part la situation des affaires, et d'autre part la situation du marché ; ils se rendirent vite compte de l'influence désavantageuse qu'avait exercé le taux d'escompte trop bas, sur les progrès de la spéculation, les favorisant par trop.

En effet, l'accroissement de la spéculation offrait plusieurs aspects alarmants : elle occasionnait une hausse trop rapide des valeurs. L'indice des actions industrielles était passé de 118 en 1927 à 151 en 1928 et à 189 en 1929 ; le taux d'intérêt sur le marché de l'argent se maintenait entre 7 et 8 %, influencé d'ailleurs par les offres et les demandes quotidiennes, mais c'était surtout l'aspect qu'offrait la marche du total des avances aux courtiers qui était le plus inquiétant. Ce total des avances, qui

(1) Tous les chiffres sont pris dans « Les Cours et les Phases de la Dépression Economique Mondiale ».

était de \$ 3.915.000.000 en 1927, était passé à \$ 5.514.000.000 en 1928, et s'était encore accru en 1929, jusqu'à \$ 8.549.000.000.

Les avances qu'avaient consenti les banques membres de New-York, se chiffraient au mois de Janvier 1928, à \$ 3.810.000.000. Les Banques Fédérales de Réserve se décidèrent à intervenir, et portèrent, le 3 Février 1928, leur taux d'escompte de 3 1/2 % à 4 %. Ces mesures ne s'avérèrent pas efficaces, et dès le mois de Mai, les rapports de la Bourse de New-York, indiquaient que les avances aux courtiers avaient atteint \$ 4.900.000.000. Toujours dans l'espoir de contrecarrer ce mouvement ascendant de la spéculation, les Banques Fédérales de Réserve décidèrent, le 18 Mai, d'élever leur taux d'escompte à 4 1/2 %. La pression que tentèrent d'exercer les Banques Fédérales de Réserve, vers le milieu de 1928, s'était avérée impuissante à empêcher les progrès de la spéculation ; l'une des raisons résidait dans le fait que l'augmentation du taux de l'escompte commençait à attirer de nouveaux capitaux étrangers à court terme, dont l'affluence neutralisa complètement les effets qu'avaient escomptés les Banques Fédérales de Réserve de leurs mesures restrictives.

A côté de particuliers qui désiraient profiter des taux élevés d'intérêt que l'on pratiquait sur le marché de New-York, de nombreuses banques centrales étrangères, agissant dans le même dessein, achetèrent dans les dix mois qui ont suivi le milieu de l'année 1928, pour \$ 200.000.000 des acceptations américaines ; « elles en-
« travaient donc dans cette proportion la politique des
« Banques Fédérales de Réserve et facilitaient la spé-
« culation de la bourse, qui devait peu à peu détruire

« non seulement la « prosperity » américaine, mais « aussi précipiter le monde entier dans une crise sans « égale dans l'histoire du régime capitaliste » (1).

L'élévation du taux de l'escompte devait tout naturellement agir sur la consommation dans un sens restrictif. Cependant, les prix des produits finis, avaient opposé plus de résistance aux effets de l'élévation du taux de l'escompte et à ceux qui se manifestaient d'une tendance vers le resserrement de la consommation. La cause en était dans ce que la production des produits finis était demeurée mieux ajustée à la capacité de consommation, que celle des matières premières, laquelle avait surtout bénéficié de l'expansion de crédit de 1927, et avait, par la suite, de beaucoup dépassé les besoins de la consommation.

**13°) Le rôle joué par les Investments Trust
dans l'extension du crédit
et dans l'augmentation de l'activité spéculative**

L'un des facteurs importants par le truchement duquel s'étaient réalisés les progrès si notables de l'activité spéculative, étaient les Sociétés de Placements (Investments Trust), lesquels avaient pris un très grand développement au cours des années 1928 et 1929. Ces Sociétés de Placements avaient connu une brusque faveur depuis 1920. Leur nombre augmentait rapidement d'année en année, mais c'est surtout le volume des émissions d'actions de ces Sociétés de Placements qui s'est brusquement accru après 1926. Jusqu'à l'année 1926, les Sociétés de Placements n'avaient lancé des émissions que pour des sommes relativement peu importantes, mais

(1) Mlynarski : Revue d'Economie Politique.

avec l'année 1926, le volume de leurs émissions augmenta rapidement :

	Capitalisation totale :	Nouvelles émissions des capitaux :
1926 :	\$ 300.000.000	\$ 150.000.000
1927 :	" 700.000.000	" 400.000.000
1928 :	" 1.575.000.000	" 875.000.000
1929 :	" 3.990.000.000	" 2.415.000.000 (1)

Leur importance augmentait parallèlement à l'accroissement du pourcentage de leurs émissions, par rapport au total de toutes les émissions lancées sur le marché de New-York. Ainsi, pour l'année 1928, le total des émissions lancées sur le marché de New-York, avait atteint \$ 3.627.000.000 dont \$ 875.000.000 avaient été émis par les Sociétés de Placements, ce qui fait que ces dernières avaient émis pour presque 25 % du total des nouvelles valeurs.

La part des émissions des Sociétés de Placements dans le total des émissions a encore augmenté en 1929, et a atteint presque 35 % (2).

Après la crise, on a sévèrement critiqué l'activité qu'avaient déployé les Investments Trust : on leur a surtout reproché d'avoir fait une trop large part dans leurs émissions, aux émissions dites improductives, c'est-à-dire aux émissions qui n'étaient destinées ni à l'expansion du capital, ni à l'amélioration de la production. Ainsi le rapport entre les émissions productives et les émissions improductives faites par les Sociétés de Placements, aurait été de 41 % des valeurs productives en 1928 et de 34 % des valeurs productives en 1929.

Par ailleurs, ces Trust auraient constitué un nouvel

(1) Situation économique mondiale en 1931/1932.

(2) Situation Economique Mondiale en 1931/1932.

élément spéculateur du marché, qui aurait agi dans la direction à accroître les possibilités de spéculation, en augmentant la somme disponible pour celle-ci, et en augmentant directement la spéculation, même par la création d'une « psychose de jeu » (1).

Ce qui était encore de nature à souligner la position purement spéculative que ces Trust avaient prise à la bourse, c'est que l'ensemble de ceux-ci s'était constitué un important capital liquide de près d'un milliard de Dollars qu'ils cherchaient à placer à la faveur d'occasions propices à la réalisation d'un gain important.

Schwob en voit la preuve dans le fait qu'à la suite de la débâcle boursière du mois d'Octobre, la dépréciation du portefeuille de l'ensemble des Trust avait été de beaucoup inférieure à ce qu'elle aurait dû être normalement si tous les fonds dont ils disposaient avaient été employés à l'achat de titres.

De plus, les récentes critiques sur l'activité de ces Trust, s'en prennent aussi à la façon dont il ont été gérés. A la suite de la position spéculative qu'ils avaient prise, ils n'ont même pas pu réaliser certains espoirs qu'on avait placés en eux. Théoriquement, ils auraient dû acheter des valeurs en période de baisse et par suite, modérer celle-ci et vendre dès que les valeurs auraient dépassé leur prix d'achat, et modérer ainsi la hausse. Ce qui s'est passé au mois d'Octobre, à la bourse de New-York, prouverait plutôt le contraire. A New-York, les Trust avaient attendu que se produisent les premiers signes de la panique pour procéder à des ventes massives, et en ont accéléré de la sorte l'allure. Ainsi, ils

(1) Schwob, *Revue d'Economie Politique*.

ont complètement manqué à leur rôle qui serait d'arrondir les « pointes du marché » (1). En vendant avant que la hausse atteigne un degré excessif et en achetant dès que la baisse est suffisante, pratiquant ces opérations sur un marché où les valeurs sont abondantes, ils auraient pu facilement exercer le rôle d'un facteur stabilisateur sérieux.

C'est surtout le reproche qu'on leur fait maintenant d'avoir stimulé l'épargne au moment où la production tendait à dépasser la consommation, qu'il faut principalement retenir. Celui-ci paraît fondé, ayant surtout en vue le rôle qu'ils avaient joué comme facteur important dans le mouvement de hausse du marché, en attirant toutes les nouvelles épargnes disponibles vers la spéculation boursière, et en les aiguillant vers la position à la hausse. Ils ont donc pu favoriser les excès de la spéculation dans une proportion considérable.

Par ailleurs, si la partie improductive des émissions a été aussi considérable qu'il ressort des statistiques, il est vraisemblable que le montant de ces épargnes, qu'ils aiguillaient ainsi vers la spéculation, a manqué à la consommation, juste au moment où la production tendait à la dépasser considérablement.

Le rôle que ces Trust auraient joué ainsi dans la formation et la direction qu'avait prise l'épargne, concorderait avec l'avis de ceux qui ont vu dans les événements du mois d'Octobre 1929 une confirmation de la théorie dite de « l'épargne excessive ». D'après cette théorie, la partie du revenu national dépensée par l'achat des marchandises de consommation, aurait été plus faible pendant la période de « boom », que la fraction que repré-

(1) Ibid.

sente ces articles de consommation, par rapport à la production totale. De la sorte, la demande n'a pas égalé l'offre, les stocks se sont accrus, les prix ont baissé, la production a été restreinte et la situation des affaires en général en a été affectée.

Pour notre part, nous ne croyons pas que les événements que nous avons essayés de décrire, aient, d'une façon particulière, confirmé n'importe quelle théorie sur les causes des crises. Toutes ces théories constatent au fond les mêmes vérités, mais chacune d'elle s'attache à une quelconque parcelle de celle-ci et tend à prouver que ce sont justement les facteurs qu'elle a en vue, qui ont eu un rôle prépondérant parmi toutes les causes de l'éclatement de la crise. Ainsi, la théorie de « l'épargne excessive » n'exclue pas celle de la surproduction, ni même celle, monétaire, de Harwtrey. Une explication éclectique, nous paraît contenir les effets de tous les facteurs que chacune de ces diverses théories met en avant, et dont les conséquences convergentes ont concouru, chacune pour sa part, à l'éclatement de la crise.

Que, par suite de la grande expansion de crédit de 1927, se soit manifestée une tendance à la surproduction, et que la spéculation boursière qui prenait de plus en plus d'ampleur, détournant ainsi une grande partie des épargnes nouvelles de la consommation, aient confondu leurs effets avec ceux qu'a provoqué l'élévation du taux d'escompte se produisant justement au moment où, à la suite des effets de ces divers facteurs, les affaires avaient besoin d'une plus grande masse de moyens de paiements pour maintenir leur volume, cela nous apparaît comme de plus vraisemblable.

Le rapport à la Société des Nations. — *Les Cours et les Phases de la Dépression Economique Mondiale* —, note à la page 290, que vers la fin du « boom » de 1928-1929 la production des marchandises dont l'achat nécessite l'existence d'épargne, a subi une réduction beaucoup plus forte que celle des marchandises qui ne sont pas achetées au moyen d'épargne. C'est ainsi que l'épargne excessive pour les fins spéculatives, concordait avec une épargne déficitaire pour la consommation. Ces dénominations, ainsi que les théories qui en portent le nom, dépendent uniquement du point de vue auquel on se place.

Nous avons d'ailleurs fait allusion plus haut (1) à l'ampleur excessive qu'avait pris le « boom » d'investissement, du fait qu'encore une année et demie avant l'éclatement de la crise, un pourcentage toujours plus élevé du revenu national était employé en investissements réels, ainsi qu'aux répercussions qu'ont eus ces nouveaux investissements sur l'augmentation de la production des principales industries bénéficiant de cet afflux de capitaux nouveaux.

Depuis 1928 jusqu'en 1929, l'industrie du fer et de l'acier a enregistré une augmentation de 9 % de sa production des automobiles 23 %, et l'industrie textile un accroissement de 7 %. Combien ces progrès ont été disproportionnés avec l'état réel du marché, cela ressort le mieux de la dépression beaucoup plus grave qu'ont subies ces industries après que la crise ait éclaté, que les autres industries n'ayant pas bénéficié de ce surplus important de capitaux.

D'après une évaluation du rapport à la Société des Nations, la production des marchandises destinées à la

(1) Voir pages 238 et suivantes.

consommation, a diminué aux Etats-Unis de 21 %, depuis le premier semestre 1929 jusqu'au mois de Mars 1931, alors que la baisse survenue pendant la même période dans la production des marchandises destinées à la production, était de 37 %. Ce sont ces chiffres qui peuvent encore le mieux donner une idée de toute l'augmentation disproportionnée qu'avait enregistrée, au cours des années précédentes, la production de quelques industries de biens de production.

**14°) La politique des Banques Fédérales de Réserve
en 1928-1929 et ses effets**

Ainsi de leur côté, à mesure qu'on approchait de l'éclatement de la crise, les Banques Fédérales de Réserve poursuivaient leur politique de restriction de crédit, en vue de s'opposer à la spéculation boursière qui touchait à son maximum. Le taux d'escompte, qui était demeuré à 5 % depuis le 13 Juillet 1928, fut porté, le 9 Août 1929, à 6%. Ces mesures restrictives qu'avaient prises les Dirigeants des Banques Fédérales de Réserve, de même qu'à la suite d'autres circonstances comme le « boom » de l'industrie automobile et celui de la bourse, provoquèrent un resserrement sur le marché des capitaux. Le taux de l'argent, au jour le jour, enregistra les pourcentages moyens de 8 et de 9 % vers la fin de l'année 1928, tandis que dans les premiers mois de 1929, il atteignit les 11, 12 et 13 %. Même, l'afflux de nouveaux capitaux à court terme n'était plus de nature à exercer une influence modératrice sur ce taux constamment en hausse. Ces circonstances défavorables, de même qu'un essoufflement visible de la consommation, provoquèrent des fléchissements marqués de la production de certaines matières premières.

L'indice de l'activité industrielle fléchit très lentement de 188 au mois de Juin, à 180 au mois de Septembre, cependant que l'activité générale des affaires se maintient plus stable. Son indice était de 107 $\frac{3}{10}$ en Septembre, contre 108 $\frac{9}{10}$ au mois de Juin.

L'évolution de la production du cuivre est très caractéristique. Au mois de Juin, elle est encore à 156.000 tonnes ; elle s'abaisse lentement à 153.000 en Juillet, mais dans le courant du mois d'Août, elle n'est plus que de 134.000 tonnes.

Parallèlement à la baisse de la production, les stocks de cuivre brut augmentent rapidement ; ils passent de 295.000 tonnes en Mars à 346.000 (1) tonnes au mois d'Août. Ce rapide accroissement des stocks présageait d'autant plus de l'approche de la crise que cette augmentation des stocks concordait avec une baisse de la production nouvelle et ne pouvait résulter que d'une brusque diminution de la demande.

La date exacte à laquelle éclata la crise boursière nous paraît être le 26 Septembre 1929, quand une partie importante des capitaux anglais à court terme fut retirée du marché de New-York, à la suite de l'élévation du taux de l'escompte de la Banque d'Angleterre. Une autre partie de ces mêmes capitaux fut rapatriée par quelques spéculateurs anglais qui en avaient besoin pour se couvrir des pertes qu'ils avaient subies lors du krach Hatry.

Comme suite à ces resserrements de crédit qui résultaient de ces retraits de capitaux anglais, il y eut une baisse des cours des valeurs, lesquelles ne regagnèrent jamais plus leur niveau d'avant cette date.

(1) Bulletin des Statistiques Générales de France.

Le resserrement qu'a subi le marché était tel que le total des avances aux courtiers, qui était de \$ 6.800.000.000 à la fin d'Octobre, descendit à \$ 3.450.000.000 à la fin de Novembre. Dans la dernière semaine d'Octobre, près d'un milliard et demi de capitaux spéculatifs, fut retiré du marché, dont près d'un milliard de capitaux appartenait aux Investments Trust.

L'allure et l'ampleur de la débâcle portent en elles-mêmes les preuves de tout ce qu'il y a eu d'exagéré et de précipité dans l'évolution économique aux Etats-Unis, pendant la dernière période décennale. Il est vrai que certains économistes, ont contesté l'expansion de crédit qui nous paraît être à la base de tout ce qui s'est passé par la suite, et semblent disposés à admettre comme la seule cause de la crise actuelle, la déflation universelle qui aurait résulté d'une raréfaction de l'or et de sa mauvaise distribution. On ne peut contester que la concentration de l'or dans quelques principaux pays, ait pu avoir des conséquences fâcheuses pour l'économie de quelques autres Etats, mais, il nous paraît vraisemblable que même si la crise y avait éclaté d'abord, elle n'aurait jamais pu entraîner des conséquences aussi mondialement désastreuses que celles de la crise actuelle, qui eut pour son point de départ les Etats-Unis.

En vérité, le rôle que jouent les Etats-Unis dans l'économie mondiale, est si important, que tout ce qui se produit dans ce pays se répercute aussitôt, vu l'interdépendance de plus en plus grande qui lie économiquement les divers pays, à travers le monde entier.

En effet, Cassel nie qu'il existait aux Etats-Unis des causes spécifiques de la crise actuelle. La trop grande expansion de crédit lui semble, au contraire naturelle, et

même l'augmentation des dépôts qu'on a enregistré aux Etats-Unis, lui paraît être « aussi naturelle qu'elle pouvait l'être » (1). Il admet que la vitesse de la circulation des dépôts à vue se soit considérablement accrue en 1928 et 1929, mais elle n'eût aucune influence inflationniste, selon lui, sur les prix des denrées. Il en voit la preuve dans ce que les prix de gros n'avaient pas augmenté au cours de toute cette période.

Cependant, il résulte de toutes les analyses de la crise, que la marche des prix était plutôt due à l'influence de tout un concours de circonstances, et que de ce fait, on ne peut pas prendre l'allure du mouvement des prix, comme reflétant exactement le volume du crédit.

(1) Information du 15 Septembre 1932.

CONCLUSION

La seule conclusion générale que nous croyons devoir donner à ce travail, ayant résumé déjà toutes les analyses que nous avons faites des différents problèmes particuliers qui rentrent dans le cadre de notre étude, est que la monnaie dirigée s'est révélée impuissante à résoudre la tâche qu'on lui avait assignée. Ainsi, cette thérapeutique monétaire des crises périodiques de surproduction, nous paraît constituer un épisode parmi tant d'autres, dans la recherche des moyens pour prévenir les crises. Telle qu'elle fut pratiquée entre 1922 et 1929, cette méthode de politique monétaire nous a semblé plutôt issue d'un complexe de circonstances, que le fruit d'une doctrine monétaire quelconque qu'auraient adoptée les Banques Fédérales de Réserve.

En effet, la situation dont la solution s'imposait en 1920 au Système de Réserve américain était la suivante. Il apparût nécessaire, surtout après l'expérience malheureuse de 1920-1921 où, par sa politique de déflation imprudemment engagée le Système de Réserve amena une grave crise et qu'il s'avéra combien il était dangereux de vouloir procéder à une réduction du volume de crédit, de mettre sur pied un système de crédit suffisamment élastique afin de pourvoir la production et le commerce d'un volume suffisant de moyens de paiements pour les maintenir aux niveaux qu'ils avaient atteint. A la faveur de la guerre, la production s'était accrue aux Etats-Unis d'environ 25 %, et déjà cet accroissement de

la production nécessitait une circulation beaucoup plus considérable que celle d'avant-guerre. Mais ce qui en plus imposait aux Dirigeants du Système de Réserve le devoir de ne pas procéder à une déflation de crédit, était le fait qu'un nombre de contrats trop considérable avait été fait sur la base des prix des années de l'inflation et que toute baisse de prix ne manquerait pas de provoquer un véritable désastre.

Il nous paraît maintenant évident qu'il y avait nécessité, pour les Banques Fédérales de Réserve, de veiller à ce que le volume du crédit s'amplifiât, aussi à cause du fait que, une fois les progrès de l'inflation arrêtés, et comme d'autre part il était naturel de prévoir une augmentation de la production dans les années qui allaient suivre, une déflation était à redouter.

Ainsi posé, ce problème consisterait à alimenter à l'infini la faculté d'absorption des consommateurs, afin que le volume sans cesse accru de la production puisse être, à tous moments, assuré de débouchés suffisants. Mais naturellement la faculté de consommation, même celle d'un grand peuple dont le standard de la vie ne cessait de hausser, est limité et il arrive le moment de la saturation.

Cependant, les événements qui se sont déroulés de 1922 à 1929 nous prouvent que telle ne fut pas exactement l'évolution américaine. Aux Etats-Unis, il devint clair après la crise de 1920-1921 que la production s'était accommodée d'un niveau de prix beaucoup plus bas que celui qui avait été atteint avant la crise, et c'est grâce à un abaissement général du prix de revient, dû à la rationalisation intense à laquelle on procéda dans ce pays aux environs de 1925, que les industries durent

leur nouvel essor. L'importante baisse de prix des années 1920 et 1921, le fait que les prix n'atteignirent jamais plus leur niveau d'avant la crise, et aussi les nouvelles expansions de crédit qui résultèrent des importations d'or firent que le volume de la monnaie en circulation, se trouva en disproportion avec le besoin des transactions. La trop grande abondance monétaire eut des répercussions considérables sur les autres branches de l'activité et contribua ainsi indirectement à relever le pouvoir d'achat des masses, ce qui constitua un débouché complémentaire pour la capacité de production des industries. Mais bientôt, il devint évident que la consommation commençait à se saturer et une baisse de prix s'ensuivit.

Tout ceci est la preuve de l'impossibilité de résoudre les problèmes des crises au moyen d'un système de direction de crédit. Tout système de cette nature nous semble se mouvoir à l'intérieur d'un cercle vicieux et peut-être est-il nécessaire, pour trouver une voie d'issue, d'imaginer autre chose. A ce point de vue, ce qu'on entreprend en ce moment aux Etats-Unis est de plus haute importance. Par un contrôle plus strict de production, arrivera-t-on à réaliser le but qu'une simple politique monétaire s'est avérée incapable à atteindre ? C'est ce que l'avenir nous apprendra.

BIBLIOGRAPHIE

- AFTALION (A.). L'or et sa distribution mondiale, Paris, 1931.
- Monnaie et Industrie. Paris, 1928.
 - Les crises périodiques de surproduction. Paris, 1913.
 - Monnaie, Prix et Change. Paris, 1927.
 - Cours d'Economie Politique, professé à la Faculté de Droit de Paris en 1929-1930.
- ARNAUNÉ (A.). La Monnaie, le Crédit et le Change. Paris, 1922,
- BONNET (G. E.). Les expériences monétaires contemporaines. Paris, 1926.
- BURGESS (R.). Les Banques de Réserve Fédérale et le marché monétaire de New-York, Paris, 1930.
- CASSEL (G.). La Monnaie et le change depuis 1914. Paris, 1923.
- L'offre d'or. Annexé au rapport provisoire de la délégation de l'or. Genève, 1930.
 - Post War Monetary Stabilization.
 - Mémoire sur les problèmes monétaires du monde. Londres.
 - Information du 15 septembre 1932.
- DAYRAS. Problèmes financiers. Conférence faite le 3 Février 1933, à l'Ecole des Sciences Politiques.
- FISHER (Ir.). Le pouvoir d'achat de la monnaie. Paris.
- L'illusion de la monnaie stable. Paris, 1929.
- FOA (B.). Influenza Monetaria sulla Distribuzione delle Ricchezze, Milan, 1927.
- GERMAIN-MARTIN. Monnaie dirigée. Journal des Economistes.
- GRAZIANI. Instituzione di Economia Politica. Napoli, 1917.
- Revisione di Alcane Dottrine Monetarie, Napoli, 1926.
- GIDE (Ch.). Cours d'Economie Politique. Paris, 2 vol.
- GIDE ET RIST. Histoire des doctrines économiques. Paris, 1926.
- HALADJIAN (B.) De la crise à la prospérité. Paris, 1932.

- KESSLER. Les causes de la crise mondiale. Information du 10 Novembre 1932.
- KEYNES (J. M.). La réforme monétaire. Paris, 1924.
- Essais de persuasion. Paris, 1931.
 - Les conséquences économiques de la paix. Paris, 1920.
- LEBÉE (E.). Le Gold Exchange Standard. Conférence faite à l'Ecole des Sciences Politiques le 1^{er} Mars 1932.
- LESCURE (J.). Des crises générales et périodiques de surproduction, 2 vol. Paris, 1932.
- Hausse et baisse générale des prix. (Revue d'Economie Politique, 1912).
- LOVEDAY. Premier rapport provisoire de la délégation de l'or. Genève, 1930.
- LUCIUS (P.). Faillite du capitalisme. Paris, 1932.
- MLYNARSKI (F.). Les questions monétaires de l'heure présente. Paris, 1932.
- La Réforme de l'étalon de change-or. Documents Sélectionnés soumis à la délégation de l'or. Genève, 1930.
- MARCHAL (J.). Les prix de gros et les prix de détail. Revue d'Economie Politique, Juillet-Août 1931.
- NOGARO (B.). Le rôle de la Monnaie dans le commerce international. Paris, 1904.
- La Monnaie et les Phénomènes monétaires contemporains. Paris, 1924.
 - Les questions de l'or devant la Société des Nations. Revue d'Economie Politique, 1931.
 - Information financière, Mai, 1931.
- OUALID (W.). Leçons sur la Monnaie et les phénomènes monétaires. Paris, 1927.
- POSE. De la théorie monétaire à la théorie économique.
- PERREAU (C.). Cours d'économie politique. Paris, 1927, 2 vol.
- POMMERY. Changes et Monnaies. Paris, 1926. Les Banques d'émission.
- RIST (Ch.). La Déflation en pratique. Paris, 1927.
- Cours pour l'année 1931-1932.
 - Essais sur quelques problèmes économiques et monétaires. Paris, 1933.
 - Le retour à l'or (Moniteur des Intérêts matériels, 1922).
 - Le mécanisme de l'étalon-or a-t-il été faussé ? Revue d'économie Politique, Mars-Avril 1932.
 - Les questions monétaires de l'heure présente. Paris, 1932.
- ROBERTS (G. E.). Les mouvements d'entrée et de sortie de l'or en ce qui concerne les Etats-Unis d'Amérique, 1924-1929 et leurs effets. Documents sélectionnés soumis à la Délégation de l'Or.

- RUEFF (J.). La défense et l'illustration de l'étalon-or, conférence faite le 17 mars 1932, à l'Ecole des Sciences Politiques.
— Les fluctuations anormales du pouvoir d'achat de l'or. Dans les Documents sélectionnés soumis à la Délégation de l'or. Genève, 1930.
- ROOSEVELT (F.). Regards en avant. Paris, 1933.
- STEFANI (A. de). La deflazione finanziaria nel mondo. Milan, 1931.
— L'illusione creditizia. Milan, 1932.
- SIEGFRIED (A.). Les Etats-Unis d'aujourd'hui. Paris, 1926.
— La crise britannique au xx^e siècle. Paris, 1931.
- SOMBART (W.). Apogée du Capitalisme (2 vol.). Paris, 1932.
- SCHWOB. Les Investments Trust aux Etats-Unis et la crise de 1929-1930. Revue d'Economie Politique, Novembre-Décembre 1931.
- STRAKOSH (H.). Stabilité Monétaire et étalon-or. Documents sélectionnés soumis à la Délégation de l'or. Genève, 1930.
- TEILHAC. Les fondements nouveaux de l'économie. Paris, 1932.
- TRUCHY (H.). Cours d'Economie Politique. Paris, 1923-1927.
- VERNIER. Les crises boursières et leurs répercussions économiques.
- WAGEMANN (E.). Introduction à la théorie du mouvement des affaires. Paris, 1932.
- ZOLOTAS (X.). L'étalon-or en théorie et en pratique. Paris, 1933.

PUBLICATIONS DE LA SOCIÉTÉ DES NATIONS
ET
RECUEILS ET CONFÉRENCES

- Documents sélectionnés sur la Distribution de l'or soumis à la Délégation de l'or du Comité Financier. Genève, 1931.
- Doctrines monétaires à l'épreuve des faits. Recueil de conférences faites à l'Ecole des Sciences Politiques en Janvier et en Mars 1932.
- Cours et Phases de la dépression économique mondiale. Genève, 1931.
- Coopération internationale. Recueil de conférences faites à l'Ecole des Sciences Politiques en Janvier et en Février 1933.
- Législation sur l'or. Genève, 1930.
- Mémoire sur les Problèmes monétaires du monde par Cassel. Londres.

Mémoire sur les Monnaies et les banques centrales. (1913-1925). Genève, 1926, 2 vol.

Mémoire sur les banques commerciales (1913-1929). Genève, 1931.

Premier Rapport Provisoire de la Délégation de l'or.

Deuxième Rapport Provisoire de la Délégation de l'or.

Rapport de la Délégation de l'Or du Comité Financier. Genève, 1930.

Situation économique mondiale. Genève 1932.

BULLETIN DES STATISTIQUES GÉNÉRALES DE FRANCE.

BULLETIN DE SOCIÉTÉ DE BANQUE SUISSE.

CAPITAL.

ECONOMISTE EUROPÉEN.

ECONOMISTE FRANÇAIS.

INFORMATION FINANCIÈRE ÉCONOMIQUE ET POLITIQUE.

JOURNAL DES ÉCONOMISTES.

REVUE D'ÉCONOMIE POLITIQUE.

REVUE ÉCONOMIQUE INTERNATIONALE.

TABLE DES MATIÈRES

INTRODUCTION	7
--------------------	---

CHAPITRE I

La Monnaie Dirigée et la Crise de 1920-1921	17
--	-----------

L'inflation fiduciaire, le plus important des problèmes dont la solution s'imposait aux Banques Fédérales de Réserve. La baisse du pourcentage de couverture. L'absence d'une tendance vers la surproduction. L'état en général des stocks, en 1919 et 1920. L'opinion publique américaine et les idées prédominantes qui y régnaient au sortir de la guerre. La croyance à la possibilité d'un « retour à 1914 ». Les préoccupations de défense d'encaisse donnèrent la première impulsion à la politique restrictive des Banques Fédérales de Réserve. Leur premier succès, l'arrêt des exportations d'or. Cette politique s'est démontrée cependant insuffisante pour arrêter les progrès de l'inflation. Les Banques Fédérales de Réserve manquent de décision dans l'application de leur politique d'escompte. L'évolution des buts assignés à celle-ci. L'échec final de cette expérience est dû principalement à l'intervention tardive des Banques Fédérales de Réserve et à leur manque de décision. Le seul résultat positif de celle-ci est un perfectionnement certain de la technique de la direction de la monnaie

CHAPITRE II

La Monnaie Dirigée	47
---------------------------------	-----------

Méthode de politique monétaire ayant pour but d'écarter les causes monétaires de survenance de crises. De la pratique d'une politique de monnaie dirigée dans le cadre de l'étalon-or. De la genèse et de la nécessité

d'adopter une pareille politique monétaire. L'accumulation de l'or et la monnaie dirigée. L'explication Fishérienne des origines de cette politique. L'évolution de la pratique des banques centrales dans l'après-guerre et les différents moyens dont dispose une banque centrale dans la poursuite de la pratique de la monnaie dirigée. Les nouvelles conceptions sur le rôle des Banques Fédérales de Réserve. Les principes directeurs de la politique que les Banques Fédérales de Réserve poursuivirent depuis 1922. Les conclusions de la Délégation de l'Or au sujet de la politique de monnaie dirigée. La monnaie dirigée et la théorie monétaire des crises. La théorie quantitative et la pratique d'une politique de monnaie dirigée. La politique des Banques Fédérales de Réserve entre 1922 et 1929 et la théorie quantitative. De la possibilité de faire directement passer une partie du crédit qu'octroierait une banque centrale dans la consommation. De la possibilité de contrôler l'emploi du crédit et l'expérience de 1927 aux Etats-Unis. Le mécanisme de la monnaie dirigée et le contrôle du volume des crédits en circulation. La politique de l'escompte des Banques Fédérales de Réserve et leur politique des opérations sur le marché libre. Certaines affinités doctrinales de la monnaie dirigée américaine avec certaines théories monétaires nouvelles. Le plan des réformes de Keynes de 1924

CHAPITRE III

L'Or Dirigé

99

Qu'est-ce qui obligea les Banques Fédérales de Réserve d'avoir à pratiquer une politique de l'or. Les buts de cette politique : discipliner l'extension du crédit à l'intérieur et aider à une meilleure distribution de l'or dans le monde. La direction de l'or et l'étalon-or. Le taux de l'escompte et l'or. L'inefficacité du taux de l'escompte pour la direction de l'or. Les divers degrés de l'extension du crédit basés sur les importations d'or. La politique du marché libre et l'or. La mise en circulation des certificats-or. L'absence des résultats positifs de la politique de l'or des Banques Fédérales de Réserve dans le sens du contrôle de l'amplification du crédit. Les opérations sur le marché libre et le mouvement de sortie de l'or en 1927. La politique internationale de l'or des Banques Fédérales de Réserve. Une tentative de redistribution de l'or ?

CHAPITRE IV

L'étalon-or et la Monnaie Dirigée 123

L'altération du système de l'étalon-or et la crise. La politique de monnaie dirigée des Banques Fédérales de Réserve et le système de l'étalon-or. La politique de monnaie dirigée représente l'antithèse de l'étalon-or. La coopération des banques d'émission. L'automatisme du système de l'étalon-or et les temps d'après-guerre. Le système de l'étalon-or après la guerre, les différentes formes sous lesquelles il fut pratiqué. La définition de l'étalon-or. Les divers buts théoriques du système. L'étalon-or et la théorie quantitative. L'accumulation de l'or aux Etats-Unis et les causes de la rupture de l'équilibre dans la répartition mondiale de l'or. Le système de l'étalon-or et la mauvaise répartition mondiale de l'or. Les facteurs psychologiques des mouvements de l'or. Les facteurs qui s'opposaient au bon fonctionnement de l'étalon-or. La politique de l'escompte des Banques Fédérales de Réserve et le fonctionnement de l'étalon-or. L'exportation des capitaux aux Etats-Unis et la politique de l'escompte, des Banques Fédérales de Réserve. La politique des opérations sur le marché libre des Banques Fédérales de Réserve et l'étalon-or. L'existence aux Etats-Unis d'autres facteurs indépendants de la politique des Banques Fédérales de Réserve et dont les effets ont sérieusement entravé le fonctionnement de l'étalon-or. Les Trust et les Cartels, le Gold Exchange Standard. Ses effets sur les mouvements internationaux des capitaux. Le Gold Exchange Standard et les économies dans l'usage de l'or. Le Gold Exchange Standard, instrument de l'extension des crédits. Les effets de l'application généralisée du Gold Exchange Standard. Les complications dans le fonctionnement des systèmes monétaires. Le Gold Exchange Standard et l'efficacité de l'étalon-or. Le Gold Exchange Standard cause de la crise de spéculation de 1929. Les perturbations dans le courant des capitaux dans l'après-guerre et le fonctionnement de l'étalon-or. L'influence de la politique de monnaie dirigée sur le fonctionnement, *en définitive*, de l'étalon-or.

CHAPITRE V

La Monnaie Dirigée, l'expansion de crédit et le krach du mois d'octobre 1929 à la Bourse de New-York. 183

L'aspect pratique des problèmes dont l'analyse théorique a été abordée dans les chapitres précédents. Les éléments

de la reprise des affaires de 1922 : les investissements considérables et les liquidations nombreuses. Les caractéristiques de la période d'essor : productivité considérable, hauts salaires, accroissement des revenus. Deux périodes principales dans l'évolution économique de 1922-1929, la première de 1922 à 1925, et la seconde de 1925 à 1929, et leurs caractéristiques. L'année 1925, tournant dans cette évolution. L'essor industriel pendant la première période, et son allure. La politique qu'ont poursuivies les Banques Fédérales de Réserve. Les mouvements des prix et l'accroissement du crédit. La vraie part du mérite qui revient à la politique de monnaie dirigée des Banques Fédérales de Réserve pour le maintien de la période de stabilité. Les autres facteurs de la stabilité économique de cette période : le « boom » de reconstruction de l'Europe, le « milieu spécial » que représentent les Etats-Unis économiquement. Les divers facteurs stabilisateurs de l'offre des marchandises. Les causes d'une fixité relative de la demande des marchandises. La « non-flexibilité économique », les Trust et les Cartels. L'offre de monnaie et l'ajustement de celle des marchandises à la demande des marchandises. L'offre de monnaie et la demande de monnaie pendant la première phase de la période de 1922 à 1929. L'influence, en général, des mouvements des prix sur les variations du volume de la production. L'apparition, dès 1922, des premiers signes d'une activité spéculative anormale et ses causes. Les banques privées et l'offre de la Monnaie. La situation initiale, celle qui résulte du développement de l'économie américaine pendant la guerre, constitue la vraie cause de l'évolution. Les principales caractéristiques de la *seconde phase, 1925-1929*, de la période d'entre les deux crises, aux Etats-Unis. L'accroissement sensible de l'activité spéculative. Les interventions des Banques Fédérales de Réserve deviennent de plus en plus fréquentes et importantes. Les circonstances qui, pendant cette phase, favorisèrent l'accroissement de l'activité spéculative. Le mouvement des prix des marchandises et la hausse des valeurs. Les causes de la reprise des affaires de 1927. La politique de crédit à bon marché des Banques Fédérales de Réserve. L'extension de crédit de 1927, la production et la spéculation. L'apparition des premiers signes de la surproduction. La politique des Banques Fédérales de Réserve et la tendance vers la surproduction. La direction que prirent les nouveaux crédits de la Réserve Fédérale et l'augmentation de la production de certaines industries

La spéculation et la nouvelle extension des crédits. Le fléchissement des prix s'accroît dès le mois de Mai 1928. Le revirement dans la politique des Banques Fédérales de Réserve, février 1928, le taux de l'escompte passe de 3 1/2 % à 4 %. L'augmentation du taux de l'escompte des Banques Fédérales de Réserve et l'afflux des nouveaux capitaux européens sur le marché de New-York. Les Investments Trust et le rôle qu'ils ont joué dans la spéculation au cours des années 1928 et 1929. Les Investments Trust et les nouvelles épargnes. Les diverses théories des crises à la lumière des faits de 1928 et 1929 aux Etats-Unis. Les causes immédiates de l'éclatement de la crise de 1929, le retrait des capitaux étrangers.

BIBLIOGRAPHIE 259

Vu : Le Président de la thèse,
ALBERT AFTALION.

Vu : Le Doyen,
Edgard ALLIX.

VU ET PERMIS D'IMPRIMER :
Le Recteur de l'Académie de Paris,
S. CHARLÉTY.

Issoudun. — Imprimerie Rapide du Centre (Tél. 32)

